BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2003 –

Summary

Overview

Since the Bank's last *Monetary Policy Report*, both core and total CPI inflation have been well above the 2 per cent inflation target. While one-off factors, particularly higher insurance premiums, and increased costs for some key product inputs have contributed importantly to high inflation, price pressures arising from strong domestic demand have also been at play. Indeed, although external demand for Canadian products has weakened, our economy has continued to operate close to full production capacity because of strong domestic demand. In this environment, inflation expectations have edged up.

In view of the domestic inflation situation and the underlying momentum of domestic demand, the Bank raised its target overnight rate on each of its last two policy announcement dates by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent.

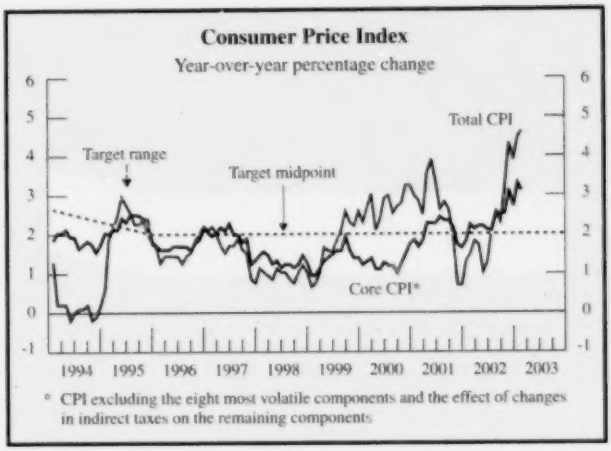
Economic, financial, and geopolitical uncertainty has also figured prominently in the global economic picture over the past six months. Some of the geopolitical and financial uncertainty has lifted more recently, and the Bank expects that it will continue to recede. Global economic uncertainty remains important, however, especially over the near term.

Overall, the risks confronting the world economy now appear to be better balanced compared with last autumn, and by year-end, business and household confidence levels should be much higher. Thus, while global economic uncertainty will likely continue to dampen growth over the near term, activity should begin to strengthen towards the end of this year and through 2004, particularly in North America.

Highlights

- **Inflation has been well above the 2 per cent inflation target, and inflation expectations have edged up.**
- **In view of the domestic inflation situation and the underlying momentum of domestic demand, the Bank has raised its target overnight rate to 3.25 per cent.**
- **Global economic uncertainties will likely dampen near-term growth; however, the pace of activity should strengthen towards the end of this year and through 2004 as confidence levels improve.**
- **The Bank believes that further reductions in monetary stimulus over time will be necessary, but the timing and pace will depend on the evolution of inflation expectations and the strength of domestic and external demand.**

Given the underlying momentum of domestic demand, and an expectation that external demand for Canadian products will strengthen as uncertainties recede and confidence improves, the Bank continues to believe that further reductions in monetary stimulus will be necessary over time to return inflation to its 2 per cent target and to sustain output levels close to capacity. The timing and pace of further increases in policy interest rates will depend on the strength of domestic demand, the evolution of inflation expectations, and the pace of economic expansion in the United States and in overseas economies.



Recent Developments

After expanding at a vigorous pace in the first half of 2002, the Canadian economy grew at a more modest annualized rate of 2.6 per cent in the second half of last year. Reduced exports to the United States were one of the main reasons why economic growth in Canada slowed towards the end of 2002. But, at the same time, domestic demand continued to be strong, underpinned by stimulative monetary policy and significant gains in employment and real incomes.

These same factors continued to affect the economy during the first quarter of 2003. The Bank estimates that the economy grew at an annualized rate of around two per cent in that quarter. While this pace was below the estimated 3 per cent growth rate of the economy's potential, the Bank's conventional measure of potential suggests that the economy is still operating very close to its full production capacity.

Several economic indicators support this view. These include measures of capacity utilization, profits as a share of GDP, and the proportion of firms reporting labour shortages in the survey conducted by the Bank's regional offices. However, the marked rise in the labour force participation rate over the past year and the absence of upward pressure on wages indicate that there may be more slack in the economy than the conventional measure suggests.

Overall, it is the Bank's view that the level of activity has been close to capacity since early 2002.

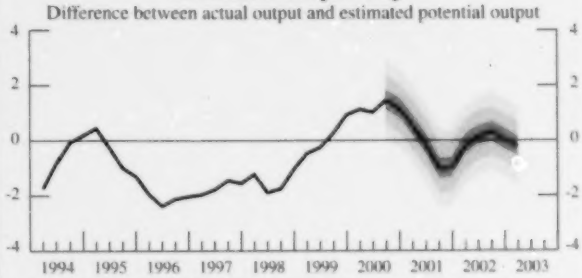
Canada's inflation rate has risen markedly since the October *Report*. Core inflation—a measure that focuses on the trend of inflation by stripping out the most volatile components of the consumer price index basket—was 3.1 per cent in February. This higher-than-expected core inflation reflects a combination of one-off factors, higher costs for certain inputs, and strong domestic demand.

The most conspicuous of the one-off factors is the rapid rise in insurance premiums, which reflects both higher claims and low returns on portfolio investments by the insurance industry. In a number of areas, higher prices for key inputs, such as energy and grains, are pushing up the prices of final goods and services. As well, with the economy operating close to capacity, there have been signs of price pressures in certain sectors such as shelter, personal care services, and some recreational services.

104-00144/

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the first quarter of 2003 is based on a projected rise in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.

The overall annual CPI inflation rate reached a peak of 4.6 per cent in February, well above the 2 per cent inflation target. One important factor behind the jump in total inflation has been the sharp rise in the prices of gasoline, fuel oil, and natural gas. Fears of supply disruptions in the Middle East and elsewhere pushed energy costs higher, as did unusually cold weather in North America.

Measures of near-term inflation expectations have edged up. These include data from the survey of firms conducted by the Bank's regional offices and the average private sector consensus forecast. However, measures of longer-term inflation expectations continue to be centred around 2 per cent.

In light of the weakening global economic situation and economic, financial, and geopolitical uncertainties, the Bank of Canada kept its key interest rate unchanged on its October and December 2002 fixed announcement dates. The key policy rate was left unchanged again in January, although the Bank noted that higher-than-expected inflation could be a sign that the Canadian economy was closer to its level of full capacity than previously believed. On both the March and April announcement dates, the Bank raised its key policy rate by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent. These decisions were taken against the backdrop of persistently high inflation rates, the expectation that the economy would remain near its capacity, and the stimulative stance of monetary policy.

Prospects for Growth and Inflation

The global economy continues to expand, but at a slower pace than projected in the October *Report* and the January *Update*. Given that economic uncertainty remains an important factor, global economic growth will likely remain subdued over the near term. But with geopolitical uncertainty lessening, world oil prices significantly lower, and financial conditions improving, the risks confronting the world economy are now better balanced.

The Bank's analysis and projections continue to be based on the assumption that global confidence will improve significantly by the end of the year. So, while growth in the United States is expected to be below the growth rate of that economy's potential over the first three quarters of 2003, it is projected to rise above potential towards the end of the year and through 2004. Improved confidence levels, along with stimulative monetary policy, tax cuts, and increased defence spending, should support activity. All told, the Bank expects that U.S. economic growth, on an annual average basis, will be about 2 1/2 per cent in 2003 and about 4 per cent in 2004.

The recovery is less certain in other industrialized countries, where weak domestic demand is a concern.

The possible spread of Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) has also increased uncertainty.

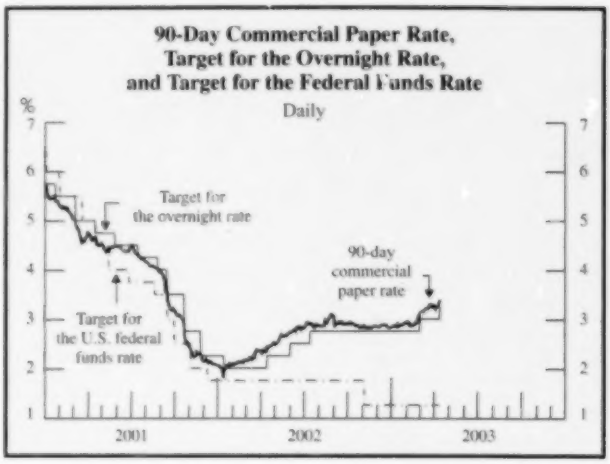
Canadian economic growth should average near 2 1/2 per cent

over the first three quarters of this year. But with a pickup in economic activity in the United States, growth in Canada should accelerate towards the end of the year and through 2004. Exports, which declined in late 2002 and early 2003, should recover, while government spending on goods and services is expected to increase solidly. With a further improvement in financial conditions, investment spending should also pick up. In addition, conventional drilling by the oil and gas sector should increase, in response to high prices for crude oil and natural gas. Household spending is expected to grow at a healthy rate, although this will be moderated somewhat by the withdrawal of monetary stimulus.

Average annual growth in Canada is expected to be about 2 1/2 per cent in 2003. Over the course of 2004, the Bank projects growth above the economy's 3 per cent growth of potential. This implies that most of the small amount of economic slack that is likely to open up over the first two or three quarters of this year will have closed by the end of 2004.

With domestic demand remaining strong and given the expected pickup in U.S. activity towards year-end and into 2004, the Bank continues to see the need for further removal of monetary stimulus over time to return inflation to its 2 per cent target and to maintain output levels close to capacity.

Core inflation is expected to remain near 3 per cent through mid-2003. However, the combined effect of one-off factors should decrease



significantly in the second half of this year and will likely have run its course by early 2004. In addition, the balance of aggregate demand and supply in the economy should be a source of slight downward pressure on inflation over the projection horizon. The Bank expects core CPI inflation to fall to about 2 1/2 per cent in the second half of this year, and to about 2 per cent by early 2004.

Total CPI inflation will continue to be importantly affected by swings in crude oil prices. If oil prices were to average about US$28 per barrel in coming months, total CPI inflation would be expected to ease to about 3 3/4 per cent in the second quarter. If crude oil prices were then to settle down at about US$25 per barrel by mid-2003, consistent with futures prices, and the Canadian dollar were to stay close to current levels, total CPI inflation would likely fall temporarily below the core rate in the first half of next year, before steadying out at a rate close to core inflation.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Avril 2003 –

Sommaire

Vue d'ensemble

Depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire*, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence ont été de beaucoup supérieures à la cible de 2 % que poursuit la Banque. Si les taux d'inflation élevés tiennent en grande partie à des facteurs ponctuels, notamment la montée des primes d'assurance et le renchérissement de certains intrants clés, les pressions que la demande intérieure a exercées sur les prix y ont aussi fortement contribué. La robustesse de cette dernière a en effet permis à l'économie de notre pays de continuer à tourner près des limites de sa capacité malgré l'affaiblissement de la demande extérieure de produits canadiens. Dans ce contexte, les attentes d'inflation affichent une certaine hausse.

Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la vigueur sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base à chacune de ses deux dernières dates d'annonce préétablies, portant ainsi ce dernier à 3,25 %.

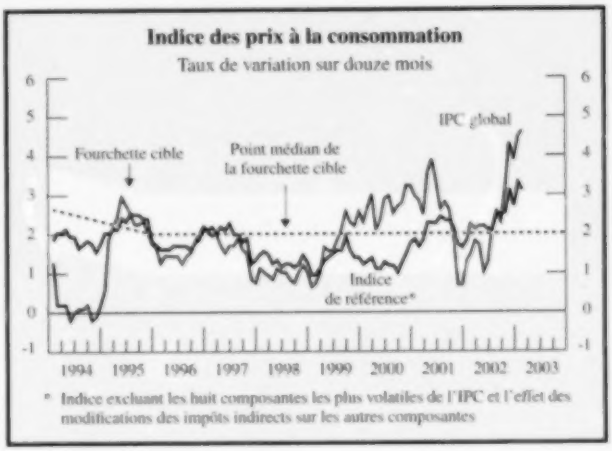
La grande incertitude économique, financière et géopolitique observée à l'échelle de la planète a été un autre trait dominant des six mois qui viennent de s'écouler. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont dissipées en partie ces derniers temps, et la Banque prévoit qu'elles s'estomperont davantage. Le climat économique mondial demeure toutefois considérablement incertain, en particulier à court terme.

Dans l'ensemble, les risques auxquels fait face l'économie mondiale semblent mieux équilibrés maintenant que ce n'était le cas l'automne dernier; en outre, la confiance des consommateurs et des entreprises devrait s'être sensiblement redressée d'ici la fin de l'année. Par conséquent, même si l'incertitude planant sur l'économie mondiale continuera vraisemblablement de limiter la croissance dans le proche avenir, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, particulièrement en Amérique du Nord.

Faits saillants

- **L'inflation a dépassé de beaucoup la cible de 2 % visée, et les attentes d'inflation affichent une certaine hausse.**
- **Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la vigueur sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a porté à 3,25 % le taux cible du financement à un jour.**
- **L'incertitude planant sur l'économie mondiale limitera vraisemblablement la croissance dans le proche avenir; toutefois, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, à mesure que la confiance se rétablira.**
- **La Banque estime qu'elle devra réduire davantage la détente monétaire à l'avenir, mais le moment et l'ampleur du resserrement continueront de dépendre de l'évolution des attentes d'inflation et de la robustesse de la demande intérieure et extérieure.**

Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure au Canada et du raffermissement que devrait connaître la demande extérieure de produits canadiens à mesure que l'incertitude se dissipera et que la confiance se rétablira, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité. Le moment et l'ampleur des nouveaux relèvements du taux directeur dépendront de la robustesse de la demande intérieure, de l'évolution des attentes d'inflation ainsi que du rythme de l'expansion économique aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer.



L'évolution récente

Après avoir affiché une progression rapide au premier semestre de 2002, l'activité a crû à un taux annuel plus modéré de 2,6 % dans la seconde moitié de l'année. Le repli des exportations à destination des États-Unis est l'une des principales causes de la décélération de la croissance enregistrée par le Canada vers la fin de 2002. Parallèlement, toutefois, la demande intérieure est restée vigoureuse sous l'effet de la politique monétaire expansionniste et des gains considérables enregistrés aux chapitres de l'emploi et des revenus réels.

Ces mêmes facteurs ont continué d'influer sur l'économie au premier trimestre de 2003. La Banque estime que l'activité a augmenté à un rythme annuel de 2 % environ pendant cette période. Bien que ce taux soit inférieur à celui de la production potentielle, évalué à 3 %, la mesure économétrique de la production potentielle dont la Banque se sert habituellement indique que l'économie fonctionnerait encore très près des limites de sa capacité.

Plusieurs autres indicateurs économiques viennent conforter cette hypothèse, notamment des mesures du taux d'utilisation des capacités, le ratio des bénéfices au PIB et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre du sondage mené par les bureaux régionaux de la Banque. A contrario, la forte montée du taux d'activité au cours de la dernière année et l'absence de pressions à la hausse sur les salaires donnent à penser que la marge de ressources inutilisées pourrait être un peu plus importante que ne laissent supposer les mesures habituelles.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie canadienne fonctionne proche des limites de sa capacité depuis le début de 2002.

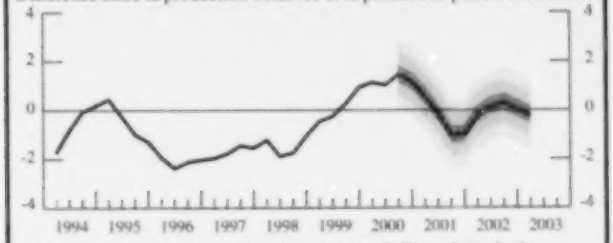
L'inflation au Canada a beaucoup augmenté depuis la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*. Ainsi, le taux d'accroissement de l'indice de référence — indice qui exclut les composantes les plus volatiles de l'IPC et met donc l'accent sur la tendance de l'inflation — a atteint 3,1 % en février. Cette hausse plus élevée que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient à la combinaison de divers facteurs ponctuels, au relèvement du coût de certains intrants et à la vigueur de la demande intérieure.

Le plus notable des facteurs ponctuels a été la très vive montée des primes d'assurance, due à la fois à une augmentation des demandes d'indemnisation auprès des compagnies d'assurance et au faible rendement des placements financiers de ces dernières. Dans bon nombre de secteurs, le renchérissement d'intrants clés comme l'énergie et les céréales exerce des pressions à la hausse sur les prix des biens et services finaux. En outre, l'économie tournant près des limites de sa capacité, il y a eu des signes de tensions sur les prix dans certains secteurs, comme ceux du logement, des soins personnels et de divers services récréatifs.

L'inflation sur douze mois mesurée par l'IPC global a atteint un sommet de 4,6 %

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2003 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

en février, ce qui est bien au-dessus de la cible de 2 %. Cette vive poussée tient en grande partie à la majoration substantielle des prix de l'essence, du mazout et du gaz naturel. Les craintes d'une interruption de l'approvisionnement au Proche-Orient et ailleurs, ainsi que les froids inhabituels enregistrés en Amérique du Nord, ont fait grimper encore davantage les coûts de l'énergie.

Les mesures du taux d'inflation attendu à court terme — qui comprennent des données tirées d'une enquête réalisée auprès des entreprises par les bureaux régionaux de la Banque ainsi que la moyenne des prévisions du secteur privé — affichent une légère hausse. Toutefois, les indicateurs des attentes à plus long terme se maintiennent autour de 2 %.

En raison de l'affaiblissement de l'activité à l'échelle mondiale et des incertitudes pesant sur les scènes économique, financière et géopolitique, la Banque du Canada a décidé de ne pas modifier son taux directeur clé aux dates d'annonce préétablies d'octobre et de décembre 2002. Ce taux est demeuré inchangé en janvier également, mais la Banque a alors fait remarquer que l'inflation plus élevée que prévu pouvait signifier que l'économie canadienne tournait plus près des limites de sa capacité qu'on ne l'avait d'abord cru. Aux dates d'annonce de mars et d'avril, la Banque a relevé son taux directeur clé de 25 points de base, le portant ainsi à 3,25 %. Ces décisions ont été prises en raison de la persistance de taux d'inflation élevés, des prévisions selon lesquelles l'économie canadienne allait demeurer près des limites de sa capacité et du caractère expansionniste de la politique monétaire.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'octobre et dans la *Mise à jour* de janvier. Comme l'incertitude économique demeure un facteur important, la croissance de l'activité à l'échelle internationale restera probablement faible dans le proche avenir. Mais grâce à l'atténuation des inquiétudes d'ordre géopolitique, du recul sensible des prix du pétrole et de l'amélioration des conditions financières, les risques auxquels fait face l'économie mondiale sont maintenant mieux équilibrés.

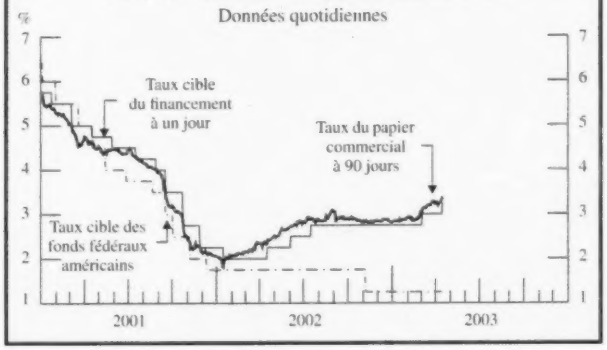
L'analyse et les projections de la Banque demeurent fondées sur l'hypothèse d'un net redressement de la confiance à l'échelle mondiale d'ici la fin de l'année. Ainsi, même si la Banque prévoit que l'économie des États-Unis progressera moins rapidement que la production potentielle au cours des trois premiers trimestres de 2003, elle s'attend à ce que l'expansion dans ce pays affiche un rythme supérieur au taux de croissance potentiel vers la fin de l'année et tout au long de 2004. Le rétablissement de la confiance, l'orientation expansionniste de la politique monétaire, les réductions d'impôts et l'augmentation des dépenses au chapitre de la défense devraient soutenir l'activité économique. En somme, la Banque estime que le taux de croissance de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, aux alentours de 2 1/2 % en 2003 et de 4 % en 2004.

La reprise est moins certaine dans les autres pays industrialisés, où la faiblesse de la demande intérieure est préoccupante.

Les risques de propagation du syndrome de détresse respiratoire aiguë (SDRA) ont également accentué l'incertitude.

Au Canada, la croissance de l'économie devrait se chiffrer à près de 2 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2003. Toutefois, à la faveur d'une reprise de l'activité aux États-Unis, elle devrait s'accélérer vers la fin de l'année et durant

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



tout 2004. Les exportations, qui avaient fléchi vers la fin de 2002 et au début de 2003, devraient se redresser, et on s'attend à ce que le gouvernement augmente sensiblement ses dépenses en biens et services. Sous l'impulsion d'une nouvelle amélioration des conditions financières, les dépenses d'investissement devraient aussi redémarrer. En outre, il est probable que les activités de forage classique de pétrole et de gaz naturel s'intensifieront, stimulées par les cours élevés du pétrole brut et du gaz. La dépense des ménages devrait également connaître une hausse solide, même si le rythme d'accroissement sera ralenti quelque peu par la réduction de la détente monétaire en place.

On s'attend finalement à ce que la croissance annuelle moyenne au Canada soit de l'ordre de 2 1/2 % en 2003. Pour 2004, la Banque projette un taux de croissance supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %. Cela signifie que la faible marge de capacités excédentaires qui est susceptible d'apparaître au cours des deux ou trois premiers trimestres de cette année aura en grande partie disparu avant la fin de 2004.

Compte tenu de la vigueur fondamentale que continue d'afficher la demande intérieure et de la reprise attendue de l'activité économique aux États-Unis vers la fin de 2003 et durant 2004, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'au milieu de 2003. Toutefois, l'incidence combinée des facteurs ponctuels devrait décroître de façon sensible au deuxième semestre et s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004. En outre, l'écart entre la demande et l'offre globales devrait exercer une légère pression à la baisse sur l'inflation au cours de la période considérée. La Banque s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à environ 2 1/2 % au second trimestre de 2003 et avoisine les 2 % dès le début de 2004.

Le taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient se situer en moyenne aux environs de 28 $ É.-U. le baril dans les prochains mois, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se replier à près de 3 3/4 % au second trimestre. S'ils devaient descendre autour de 25 $ É.-U. le baril vers le milieu de 2003 — ce qui serait conforme en gros aux prix des contrats à terme —, et si le dollar canadien devait se maintenir près des niveaux actuels, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber provisoirement, au premier semestre de l'an prochain, en dessous de celui de l'indice de référence, avant de se stabiliser à un niveau proche de celui-ci.

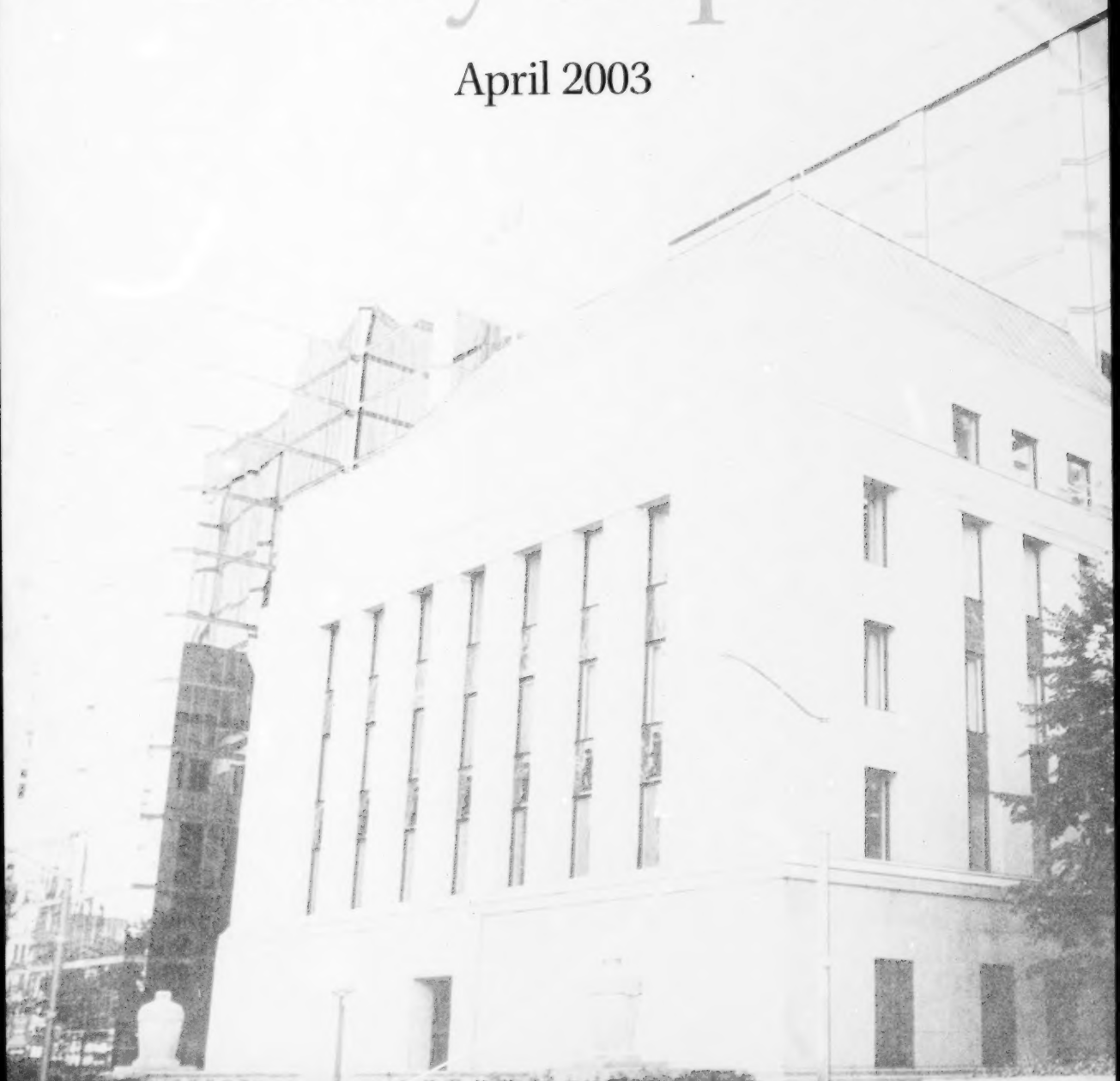
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

April 2003



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The target

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5093
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2003 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Charles Freedman,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay

Contents

1. Introduction 5

Why has total CPI inflation exceeded the target? 6

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 10

3. Financial Developments 14

Business and household credit conditions .. 14
Policy actions 17
Exchange rate and monetary conditions ... 18

4. The Outlook for Inflation 20

International background 20
Aggregate demand and supply in Canada ... 21
Measures of inflation expectations 22
Other factors affecting inflation 25
Implications of money growth for inflation .. 25
Inflation projection 27

5. Conclusions 28

Bibliography 29

Technical Boxes

1. Interest Rates and the Cost of Household Debt 16
2. Rising Energy Prices: Implications for Economic Activity 23

We in Canada remain convinced of the merits of . . . . a monetary policy aimed at medium-term price stability; a fiscal policy aimed at reducing public debt-to-GDP ratios; trade liberalization; and structural reform. Canada's positive economic experience over the past couple of years, in the face of stressful times for the global economy, is strong evidence that this framework is the right one. In Canada, there is a determination to stick with these policies which, especially during these uncertain times, are demonstrating their value.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
18 March 2003

1. INTRODUCTION

The global economic outlook has been clouded by a high degree of uncertainty.

The global economic outlook has been clouded by a high degree of uncertainty, accentuated most recently by the war in Iraq. This uncertainty has been an important factor in the recent marked volatility in world oil prices and financial markets. Some of the geopolitical and financial uncertainty has lifted more recently, and in its base-case scenario the Bank of Canada assumes that these uncertainties will continue to recede. As a result, confidence among businesses, households, and financial markets is expected to improve significantly by year-end. Nevertheless, global economic uncertainty remains important, especially in the near term. The Bank now projects that economic expansion in both the United States and Canada will begin to strengthen towards the end of this year and will be above the growth of potential output during 2004. The scope for above-potential growth is greater in the United States than in Canada because of the larger amount of excess capacity in the United States.

The Bank remains focused on taking the appropriate actions to return inflation to its 2 per cent target.

There is, however, a wide range of possible outcomes, both stronger and weaker, around this base-case view. The result will depend critically on the evolution of business and household confidence and global economic uncertainty. The Bank will, therefore, be paying close attention to these factors over the coming months. Nevertheless, most important in these times of uncertainty is the Bank's continued focus on taking the appropriate actions that, cumulatively, will return inflation to our 2 per cent target for inflation control.

This *Monetary Policy Report* examines the factors that are expected to return core inflation to 2 per cent by early next year.

* * *

When it renewed the inflation-control target in May 2001, the Bank committed to explaining persistent deviations of inflation from the target. The box on the next page lays out the Bank's explanation of recent inflation developments.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 15 April 2003.

Why Has Total CPI Inflation Exceeded the Target?

Total CPI inflation moved up from 2.1 per cent in July 2002 to 4.6 per cent in February 2003 and has been outside the inflation-control target range since last October. When renewing the inflation-control target in May 2001,[1] the Bank made a commitment to explain any such persistent deviations from the target midpoint. When the influences on inflation over the past six months are examined, three factors stand out: a surge in energy prices, large increases in insurance premiums, and an economy that is operating close to its capacity limits.

With tighter global energy markets and the consequent escalation in the prices of crude oil and natural gas from the relatively low levels of late 2001 and early 2002, consumer prices for gasoline, heating oil, and natural gas have risen markedly in Canada since mid-2002. This resurgence is the main factor behind the increase in CPI inflation between July 2002 and February 2003. There has recently been a significant reversal in these prices, and futures prices for crude oil are indicating further declines over the next few months.

Insurance premiums, after having been stable for several years, have also soared since the end of 2001, reflecting marked increases in the value of claims and low returns on portfolio investments by the insurance industry in the last couple of years. By February 2003, premiums had risen 30 per cent for automobiles and 11 per cent for homes, relative to a year earlier. Because insurance premiums have a combined weight of almost 4 per cent in the CPI basket, such movements contributed significantly to the rise in CPI inflation between July 2002 and February 2003. Insurance premiums are included in the Bank's core inflation measure. While their rate of increase has been higher and more persistent than anticipated, the impact on the CPI is expected to abate during 2003.

Pressures on aggregate production capacity have also been more intense than expected. Following the 11 September terrorist attacks in the United States, the Bank lowered interest rates aggressively, dropping the overnight rate 200 basis points between September 2001 and January 2002. This dramatic action was taken to buttress confidence and to avoid a severe slowing of economic activity. Confidence was quickly restored, however, so the considerable monetary stimulus resulted in strong growth, particularly in the demand for interest-sensitive items. With the recovery emerging considerably sooner and stronger than expected, the Bank tightened the stance of monetary policy between April and July 2002. In the second half of 2002, external demand weakened, but domestic demand remained strong, and the level of overall economic activity remained close to capacity limits. Robust domestic demand was reflected in the firmness of some prices, particularly those for shelter, personal care services, and some recreational services. This environment led the Bank to resume tightening in March 2003.

This *Report* examines the factors that are expected to return inflation to the Bank's 2 per cent target by early 2004.

---

1. See Bank of Canada (2001, 7).

2. Recent Developments in Inflation

Since November 2002, core CPI inflation has been well above the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI has moved up markedly, chiefly because of a substantial surge in crude oil prices.

Inflation and the 2 per cent target

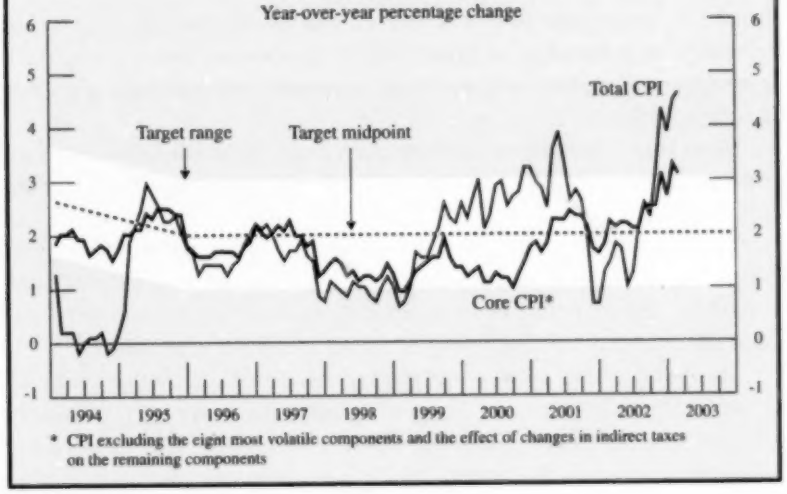
Since November 2002, core inflation has been well above the Bank's 2 per cent inflation-control target. . .

Core CPI inflation has been higher than projected at the time of the October *Report* (Chart 1).[1] Between August and October of 2002, the 12-month rate of increase in the core CPI was steady at 2.5 per cent. Since November, it has averaged just above 3 per cent and was 3.1 per cent in February. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also risen and in February were close to the core rate (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

The unexpectedly marked increases in core inflation reflect a combination of one-off factors, higher costs for key inputs, and robust domestic demand.

Conspicuous among the one-off factors have been unusually large increases in the premiums for both automobile and home insurance, which have boosted inflation considerably, contributing

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Why Has Total CPI Inflation Exceeded the Target?

Total CPI inflation moved up from 2.1 per cent in July 2002 to 4.6 per cent in February 2003 and has been outside the inflation-control target range since last October. When renewing the inflation-control target in May 2001,[1] the Bank made a commitment to explain any such persistent deviations from the target midpoint. When the influences on inflation over the past six months are examined, three factors stand out: a surge in energy prices, large increases in insurance premiums, and an economy that is operating close to its capacity limits.

With tighter global energy markets and the consequent escalation in the prices of crude oil and natural gas from the relatively low levels of late 2001 and early 2002, consumer prices for gasoline, heating oil, and natural gas have risen markedly in Canada since mid-2002. This resurgence is the main factor behind the increase in CPI inflation between July 2002 and February 2003. There has recently been a significant reversal in these prices, and futures prices for crude oil are indicating further declines over the next few months.

Insurance premiums, after having been stable for several years, have also soared since the end of 2001, reflecting marked increases in the value of claims and low returns on portfolio investments by the insurance industry in the last couple of years. By February 2003, premiums had risen 30 per cent for automobiles and 11 per cent for homes, relative to a year earlier. Because insurance premiums have a combined weight of almost 4 per cent in the CPI basket, such movements contributed significantly to the rise in CPI inflation between July 2002 and February 2003. Insurance premiums are included in the Bank's core inflation measure. While their rate of increase has been higher and more persistent than anticipated, the impact on the CPI is expected to abate during 2003.

Pressures on aggregate production capacity have also been more intense than expected. Following the 11 September terrorist attacks in the United States, the Bank lowered interest rates aggressively, dropping the overnight rate 200 basis points between September 2001 and January 2002. This dramatic action was taken to buttress confidence and to avoid a severe slowing of economic activity. Confidence was quickly restored, however, so the considerable monetary stimulus resulted in strong growth, particularly in the demand for interest-sensitive items. With the recovery emerging considerably sooner and stronger than expected, the Bank tightened the stance of monetary policy between April and July 2002. In the second half of 2002, external demand weakened, but domestic demand remained strong, and the level of overall economic activity remained close to capacity limits. Robust domestic demand was reflected in the firmness of some prices, particularly those for shelter, personal care services, and some recreational services. This environment led the Bank to resume tightening in March 2003.

This *Report* examines the factors that are expected to return inflation to the Bank's 2 per cent target by early 2004.

1. See Bank of Canada (2001, 7).

2. Recent Developments in Inflation

Since November 2002, core CPI inflation has been well above the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI has moved up markedly, chiefly because of a substantial surge in crude oil prices.

Inflation and the 2 per cent target

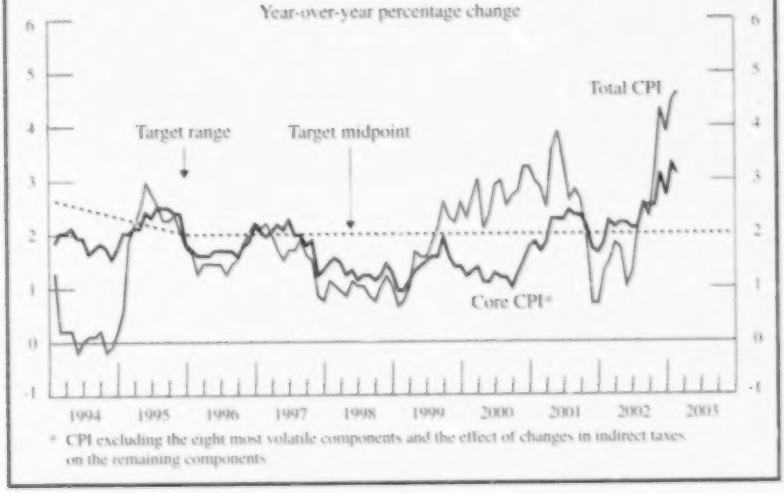
Since November 2002, core inflation has been well above the Bank's 2 per cent inflation-control target. . .

Core CPI inflation has been higher than projected at the time of the October *Report* (Chart 1).[1] Between August and October of 2002, the 12-month rate of increase in the core CPI was steady at 2.5 per cent. Since November, it has averaged just above 3 per cent and was 3.1 per cent in February. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also risen and in February were close to the core rate (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

The unexpectedly marked increases in core inflation reflect a combination of one-off factors, higher costs for key inputs, and robust domestic demand.

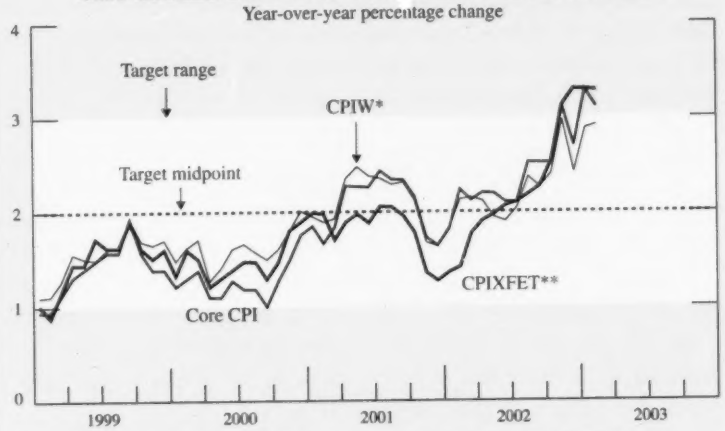
Conspicuous among the one-off factors have been unusually large increases in the premiums for both automobile and home insurance, which have boosted inflation considerably, contributing

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 2

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

about 1.3 percentage points to the 12-month increase in core CPI in February. In a number of areas, higher prices for key inputs, such as energy and grains, are exerting upward pressure on the prices of final goods and services.

Most important for monetary policy are indications that strong domestic demand in some sectors is pressing up against production capacity. For example, these pressures have resulted in marked increases in the prices of shelter and some services. The judgment that the economy is operating close to capacity is supported by the fact that even measures of core prices that strip out insurance premiums are rising at a rate of about 2 per cent.[2]

The echo effect of the temporary discounting in the wake of 11 September 2001 is no longer influencing core CPI inflation. While the echo effect did push up the 12-month rate of core CPI inflation in the fourth quarter of 2002, its influence had dissipated by February. The return to regulated pricing of electricity in Ontario has stabilized the cost to consumers, although the introduction of rebates lowered consumer costs in the month they were delivered.[3]

2. The sudden rise in insurance premiums follows several years of exceptionally high returns on portfolio investments that helped cover rising claims and kept insurance premiums down. Had returns been lower, premiums would most likely have risen earlier, and core inflation would have been correspondingly higher in that period. This would also have meant that core inflation today would have been lower, but not as low as the measures that completely strip out these premiums. This is another way of adjusting for the rise in insurance premiums in order to gauge underlying inflation.

3. Electricity prices in Ontario are expected to decline in the second quarter because of a second rebate. This may cause a temporary drop in core inflation.

. . . and the rate of increase in the total CPI has moved up considerably relative to the core rate.

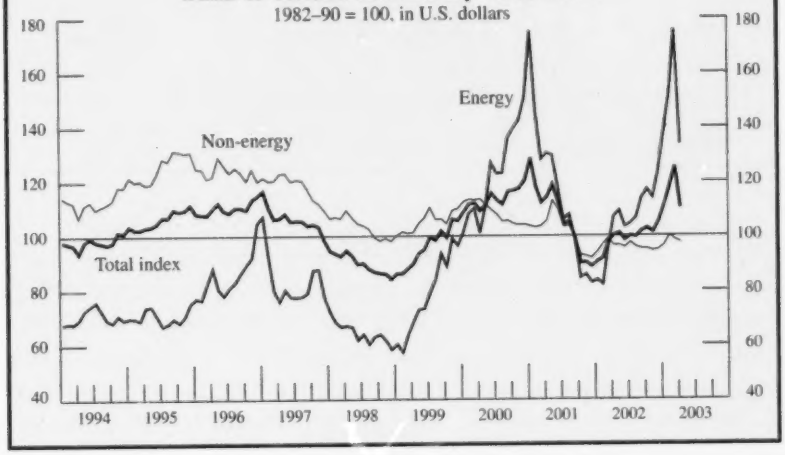
The 12-month rate of increase in the total CPI was 4.6 per cent in February, up two full percentage points since August. This sharp jump relative to the core rate was mainly caused by substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil. Ongoing fears of supply disruptions in the Middle East, in addition to the recent disruption of oil exports from Venezuela and the resulting drop in U.S. oil stocks, had contributed to a further marked rise in crude oil prices up to mid-March. With the easing of the threat of long-lasting disruptions to Iraqi oil production, crude oil prices have subsequently fallen back. The rise in natural gas prices at the consumer level, reflecting both higher transportation charges and stronger demand because of unusually cold weather in North America, also contributed to the recent jump in total CPI inflation.

Prices of non-energy commodities have also risen, on balance, since last autumn (Chart 3). The strength of demand in China helped raise the prices of base metals, while both livestock and pulp prices have recovered in the face of reduced supplies. The recent decrease in the value of the U.S. dollar against most other major currencies has also contributed to the rise in the U.S.-dollar price of commodities.[4]

Chart 3

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars

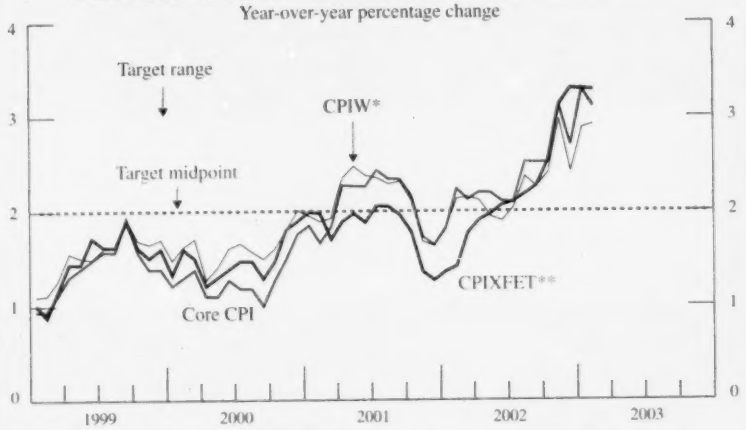


4. Commodities are generally priced in U.S. dollars. Thus, a depreciation of the U.S. dollar lowers the price of commodities in other currencies. This stimulates demand, putting upward pressure on their U.S.-dollar price.

Chart 2

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

about 1.3 percentage points to the 12-month increase in core CPI in February. In a number of areas, higher prices for key inputs, such as energy and grains, are exerting upward pressure on the prices of final goods and services.

Most important for monetary policy are indications that strong domestic demand in some sectors is pressing up against production capacity. For example, these pressures have resulted in marked increases in the prices of shelter and some services. The judgment that the economy is operating close to capacity is supported by the fact that even measures of core prices that strip out insurance premiums are rising at a rate of about 2 per cent.[2]

The echo effect of the temporary discounting in the wake of 11 September 2001 is no longer influencing core CPI inflation. While the echo effect did push up the 12-month rate of core CPI inflation in the fourth quarter of 2002, its influence had dissipated by February. The return to regulated pricing of electricity in Ontario has stabilized the cost to consumers, although the introduction of rebates lowered consumer costs in the month they were delivered.[3]

2. The sudden rise in insurance premiums follows several years of exceptionally high returns on portfolio investments that helped cover rising claims and kept insurance premiums down. Had returns been lower, premiums would most likely have risen earlier, and core inflation would have been correspondingly higher in that period. This would also have meant that core inflation today would have been lower, but not as low as the measures that completely strip out these premiums. This is another way of adjusting for the rise in insurance premiums in order to gauge underlying inflation.

3. Electricity prices in Ontario are expected to decline in the second quarter because of a second rebate. This may cause a temporary drop in core inflation.

. . . and the rate of increase in the total CPI has moved up considerably relative to the core rate.

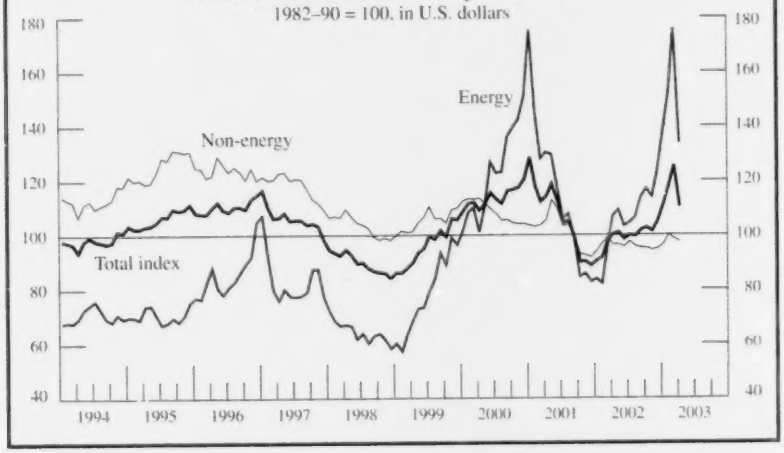
The 12-month rate of increase in the total CPI was 4.6 per cent in February, up two full percentage points since August. This sharp jump relative to the core rate was mainly caused by substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil. Ongoing fears of supply disruptions in the Middle East, in addition to the recent disruption of oil exports from Venezuela and the resulting drop in U.S. oil stocks, had contributed to a further marked rise in crude oil prices up to mid-March. With the easing of the threat of long-lasting disruptions to Iraqi oil production, crude oil prices have subsequently fallen back. The rise in natural gas prices at the consumer level, reflecting both higher transportation charges and stronger demand because of unusually cold weather in North America, also contributed to the recent jump in total CPI inflation.

Prices of non-energy commodities have also risen, on balance, since last autumn (Chart 3). The strength of demand in China helped raise the prices of base metals, while both livestock and pulp prices have recovered in the face of reduced supplies. The recent decrease in the value of the U.S. dollar against most other major currencies has also contributed to the rise in the U.S.-dollar price of commodities.[4]

Chart 3

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars



4. Commodities are generally priced in U.S. dollars. Thus, a depreciation of the U.S. dollar lowers the price of commodities in other currencies. This stimulates demand, putting upward pressure on their U.S.-dollar price.

Factors at work on inflation

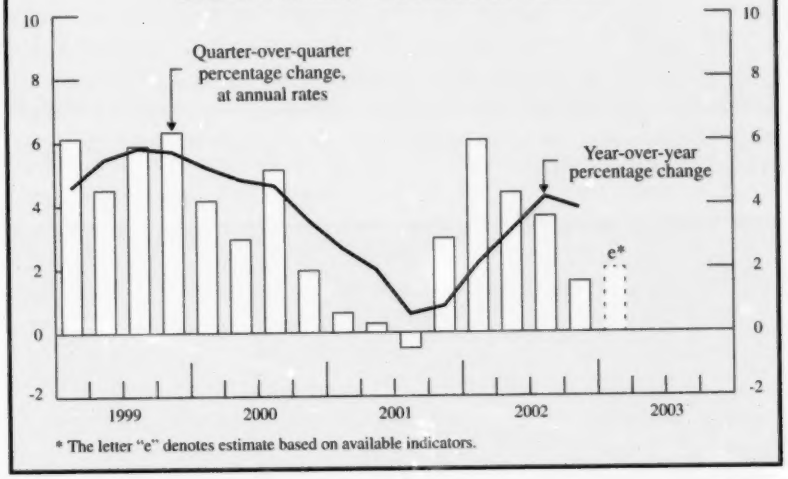
Aggregate demand

Canada's economic growth slowed to a rate somewhat below the Bank's estimate of potential growth of 3 per cent in the second half of 2002.

In the second half of 2002 and early 2003, Canada's economic growth eased from its earlier vigorous pace. Real GDP, after increasing at an annual rate of 5.2 per cent in the first half of 2002, grew at a rate of 2.6 per cent in the second half, somewhat below the Bank's estimate of the growth of production capacity of 3 per cent (Chart 4). Current indicators of spending and employment suggest that real GDP rose at a pace of around two per cent in the first quarter of 2003.

Chart 4

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Towards the end of 2002, Canada's exports fell back, after registering strong gains earlier in the year.

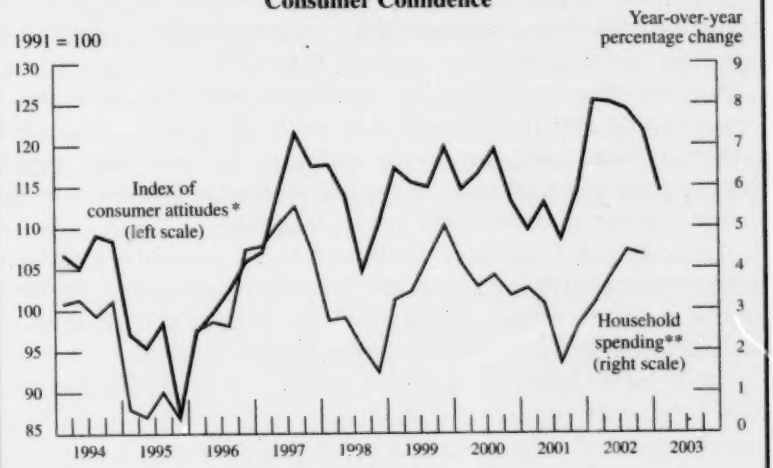
After making significant gains in the first three quarters of 2002, Canada's exports fell back in the fourth quarter and in early 2003 as the rate of economic expansion in the United States slowed. In the second half of 2002, the contribution of inventory accumulation to real GDP growth diminished appreciably, while increased uncertainty about the economic outlook led to modest cutbacks in capital spending by firms towards year-end. At the same time, the significant monetary stimulus provided by low interest rates, together with substantial gains in employment and real incomes, contributed to further strong growth in household spending in the second half of 2002 and in the first quarter of 2003 (Chart 5).

At the same time, household spending continued to rise strongly in the second half of 2002.

Demand in the overseas economies and in the United States has turned out somewhat weaker than anticipated. The marked slowing in the U.S. economy in the fourth quarter of last year,

Chart 5

Consumer Confidence

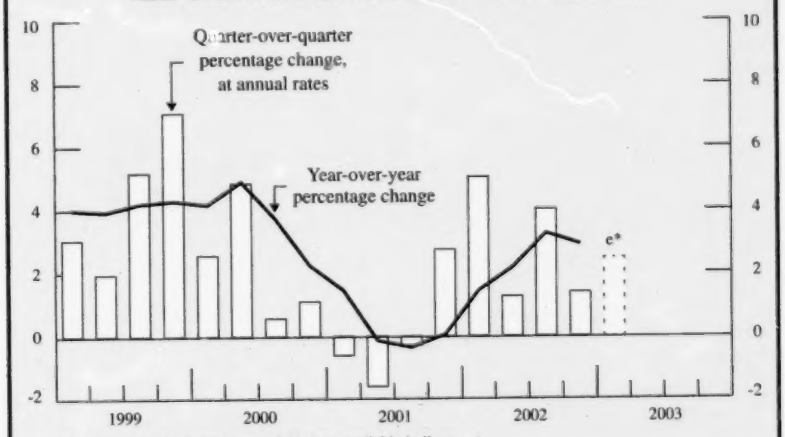


* Source: Conference Board of Canada (last data point 2003Q1)
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

following a robust third quarter, was caused by weaker growth in household spending and a sharp deterioration in the trade balance (Chart 6). However, total business fixed investment rose during the fourth quarter for the first time in two years and is likely to have risen further in the first quarter of this year. In addition, despite higher oil prices, deteriorating consumer confidence, and inclement weather in February in the northeast region, U.S. consumption growth is believed to have firmed somewhat in the first quarter of 2003.

Chart 6

Real Gross Domestic Product for the United States



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Factors at work on inflation

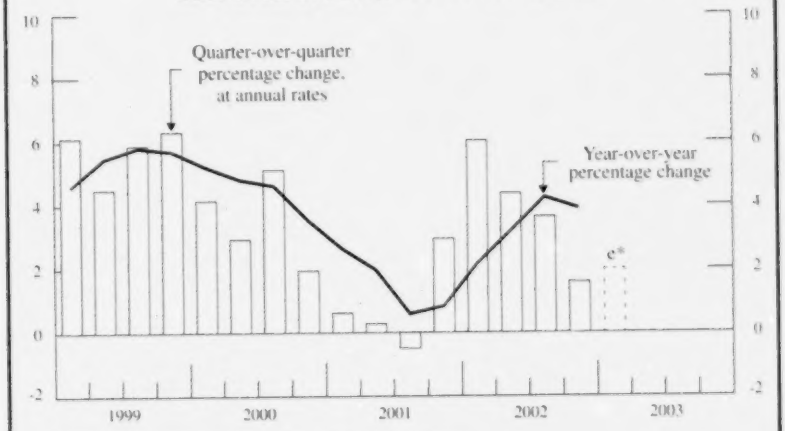
Aggregate demand

Canada's economic growth slowed to a rate somewhat below the Bank's estimate of potential growth of 3 per cent in the second half of 2002.

In the second half of 2002 and early 2003, Canada's economic growth eased from its earlier vigorous pace. Real GDP, after increasing at an annual rate of 5.2 per cent in the first half of 2002, grew at a rate of 2.6 per cent in the second half, somewhat below the Bank's estimate of the growth of production capacity of 3 per cent (Chart 4). Current indicators of spending and employment suggest that real GDP rose at a pace of around two per cent in the first quarter of 2003.

Chart 4

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Towards the end of 2002, Canada's exports fell back, after registering strong gains earlier in the year.

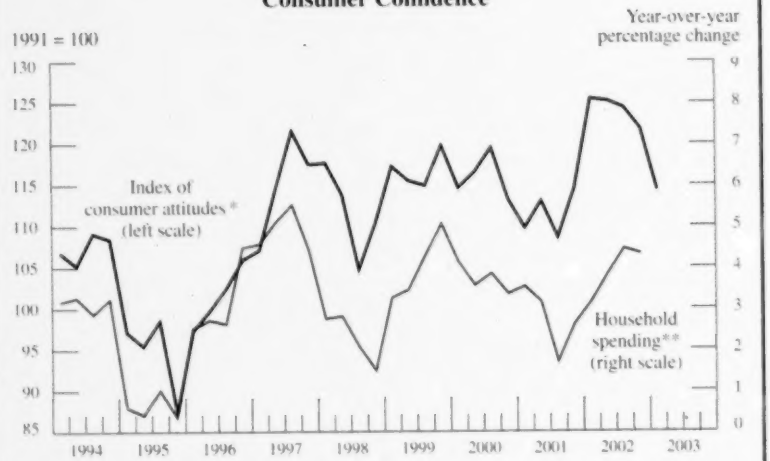
After making significant gains in the first three quarters of 2002, Canada's exports fell back in the fourth quarter and in early 2003 as the rate of economic expansion in the United States slowed. In the second half of 2002, the contribution of inventory accumulation to real GDP growth diminished appreciably, while increased uncertainty about the economic outlook led to modest cutbacks in capital spending by firms towards year-end. At the same time, the significant monetary stimulus provided by low interest rates, together with substantial gains in employment and real incomes, contributed to further strong growth in household spending in the second half of 2002 and in the first quarter of 2003 (Chart 5).

At the same time, household spending continued to rise strongly in the second half of 2002.

Demand in the overseas economies and in the United States has turned out somewhat weaker than anticipated. The marked slowing in the U.S. economy in the fourth quarter of last year,

Chart 5

Consumer Confidence

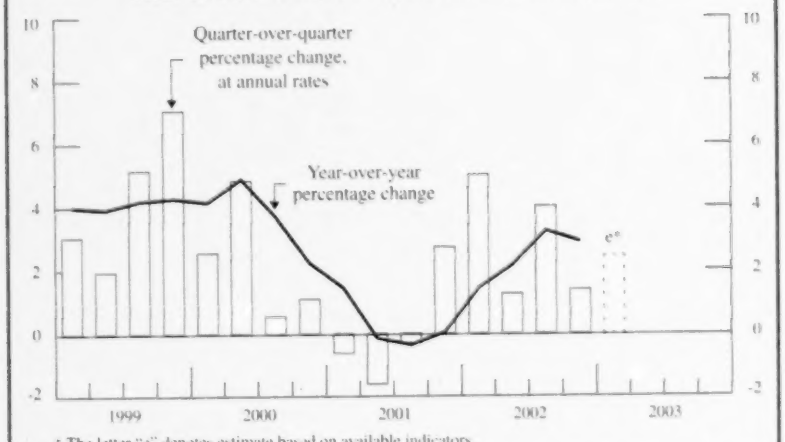


* Source: Conference Board of Canada (last data point 2/03Q1)
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

following a robust third quarter, was caused by weaker growth in household spending and a sharp deterioration in the trade balance (Chart 6). However, total business fixed investment rose during the fourth quarter for the first time in two years and is likely to have risen further in the first quarter of this year. In addition, despite higher oil prices, deteriorating consumer confidence, and inclement weather in February in the northeast region, U.S. consumption growth is believed to have firmed somewhat in the first quarter of 2003.

Chart 6

Real Gross Domestic Product for the United States



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Estimated pressures on capacity

The level of economic activity in Canada has remained near capacity since early 2002.

Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the economy is operating very close to full production capacity (Chart 7).

Several other indicators are consistent with this assessment. These include Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector, profits as a share of GDP, and the proportion of firms reporting shortages of labour in the survey conducted by the Bank's regional offices.

Capacity pressures have continued to be particularly evident in the housing market. Since early 2002, a low vacancy rate in residential accommodation has resulted in relatively high rates of increase in the prices of both new and existing homes.

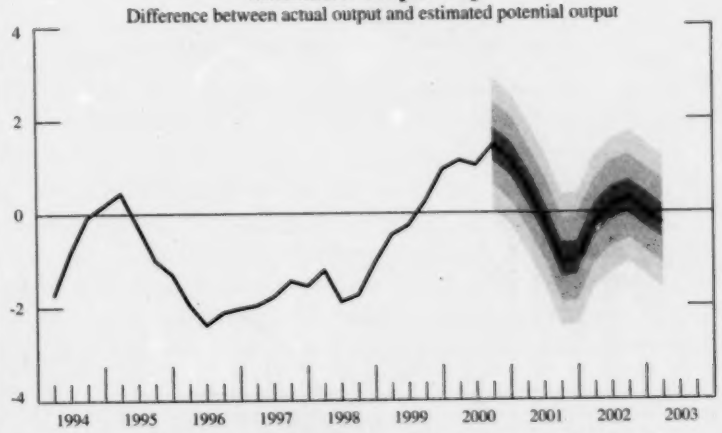
At the same time, some labour market indicators suggest that there may be somewhat more slack than the conventional measure of the output gap would imply. In particular, the considerable rise in employment since the beginning of 2002 was met largely through an increase in labour supply. This is evidenced by a marked rise in the participation rate and an absence of upward pressure on wage increases.

Overall, the above evidence, together with the higher-than-expected rates of inflation, suggests that the economy is currently operating somewhat closer to its production capacity than the Bank believed to be the case at the time of the October *Report*. Moreover, it is the Bank's view that the level of economic activity has been close to capacity since early 2002.

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the first quarter of 2003 is based on a projected rise in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Cost control

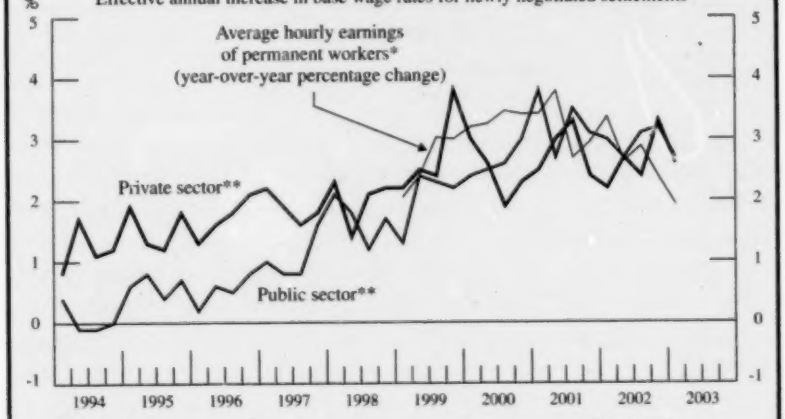
Based on both the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector, the underlying rate of increase in average labour compensation seems to have eased by late 2002 to a range of 2.0 to 2.5 per cent (Charts 8 and 9). However, with a slowing in productivity growth during 2002, the year-over-year rate of increase in unit labour costs in the business sector picked up in the fourth quarter to around 1.5 per cent (Chart 9).

With reduced growth in labour productivity, the rate of increase in unit labour costs picked up to around 1.5 per cent at year-end.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

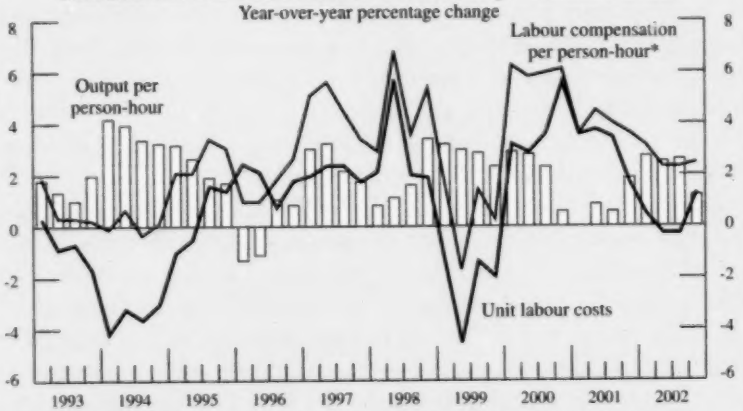


* Source: Statistics Canada, *Labour Force Information*, last data point plotted = March 2003
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = January 2003

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.
Source: Statistics Canada *Daily*

Estimated pressures on capacity

The level of economic activity in Canada has remained near capacity since early 2002.

Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the economy is operating very close to full production capacity (Chart 7).

Several other indicators are consistent with this assessment. These include Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector, profits as a share of GDP, and the proportion of firms reporting shortages of labour in the survey conducted by the Bank's regional offices.

Capacity pressures have continued to be particularly evident in the housing market. Since early 2002, a low vacancy rate in residential accommodation has resulted in relatively high rates of increase in the prices of both new and existing homes.

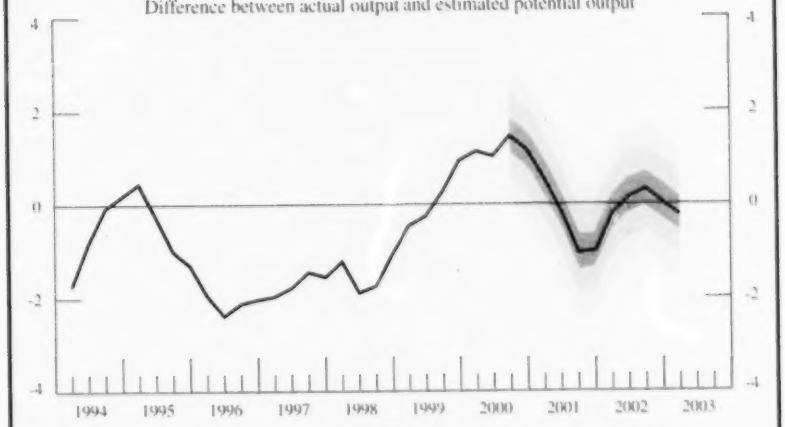
At the same time, some labour market indicators suggest that there may be somewhat more slack than the conventional measure of the output gap would imply. In particular, the considerable rise in employment since the beginning of 2002 was met largely through an increase in labour supply. This is evidenced by a marked rise in the participation rate and an absence of upward pressure on wage increases.

Overall, the above evidence, together with the higher-than-expected rates of inflation, suggests that the economy is currently operating somewhat closer to its production capacity than the Bank believed to be the case at the time of the October *Report*. Moreover, it is the Bank's view that the level of economic activity has been close to capacity since early 2002.

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the first quarter of 2003 is based on a projected rise in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Cost control

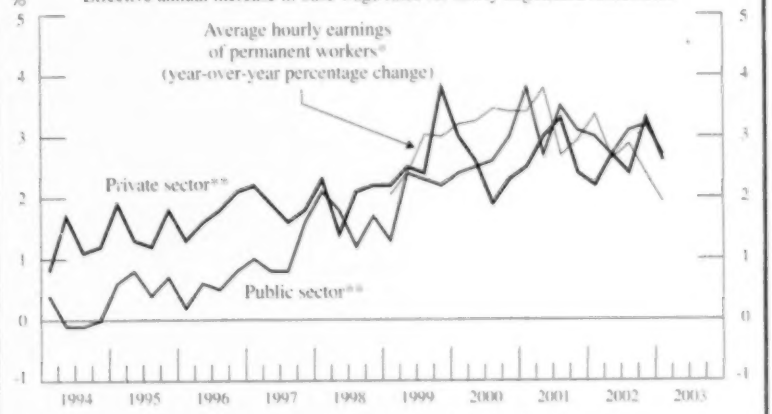
Based on both the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector, the underlying rate of increase in average labour compensation seems to have eased by late 2002 to a range of 2.0 to 2.5 per cent (Charts 8 and 9). However, with a slowing in productivity growth during 2002, the year-over-year rate of increase in unit labour costs in the business sector picked up in the fourth quarter to around 1.5 per cent (Chart 9).

With reduced growth in labour productivity, the rate of increase in unit labour costs picked up to around 1.5 per cent at year-end.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

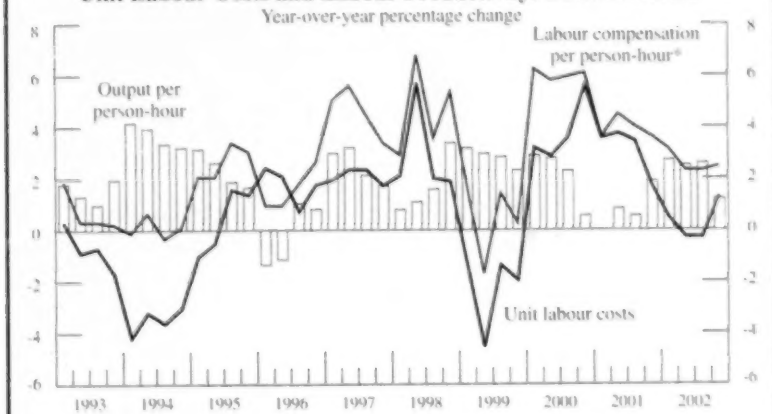


* Source: Statistics Canada, *Labour Force Information*, last data point plotted = March 2003
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = January 2003

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.
Source: Statistics Canada *Daily*

3. Financial Developments

Business and household credit conditions

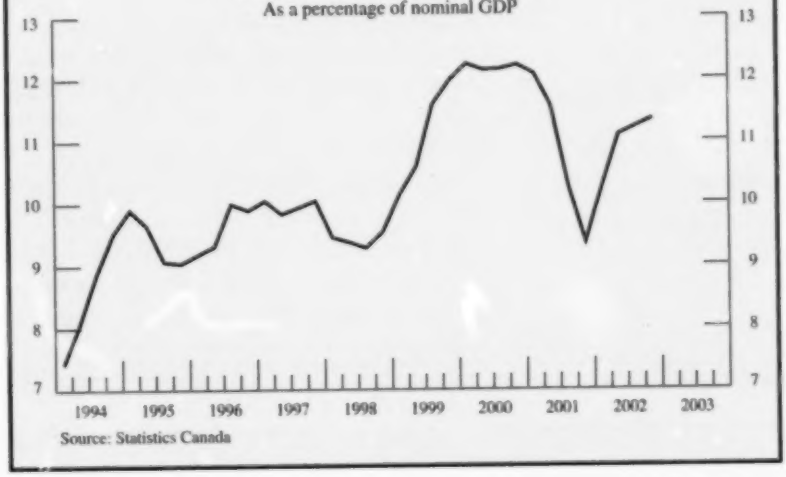
Growth in the demand for total non-financial business credit has been slow . . .

The combination of healthy corporate profits (Chart 10) and some delay by businesses in carrying out their investment plans in the face of economic and geopolitical uncertainty has resulted in very slow growth in the demand for total non-financial business credit over the past few months (Chart 11). While longer-term credit, buoyed by the issuance of income trusts, has expanded at a moderate pace, short-term business credit has continued to decline. And banks remain cautious in their lending to riskier firms.

Chart 10

Corporate Profits before Taxes

As a percentage of nominal GDP



Source: Statistics Canada

Most spreads between the yields on corporate bonds and government bonds have narrowed since the peak reached last October, although some have recently widened again owing to a number of industry-specific concerns (Chart 12). Nonetheless, spreads are still high compared with their historical averages, especially for non-investment-grade issuers.

Stock prices have picked up from the lows reached in October 2002 but remain sensitive to geopolitical developments. Equity market volatility rose in March, but has declined more recently. Weak equity issuance suggests a lack of investor enthusiasm for new stock issues and a difficult environment for riskier borrowers.

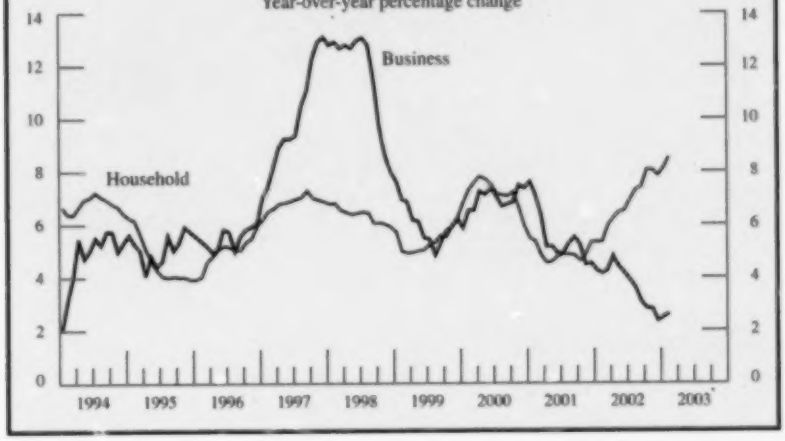
. . . while growth in household credit remains at a high level.

In sharp contrast to business credit, growth in household credit remains at a high level, supported by low interest rates and strong employment growth. Although Canadian households are

Chart 11

Business and Household Credit

Year-over-year percentage change

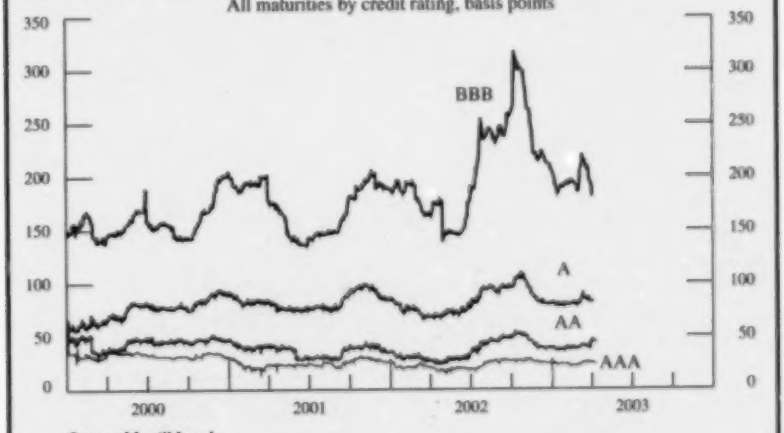


accumulating debt, their financial situation remains sound and is not acting as a drag on their consumption. Higher debt levels have been partly matched by higher income levels, and with interest rates at very low levels, the debt-service ratio remains low by historical standards. It thus appears that, while higher interest rates would dampen consumption, the effect would not be significantly magnified by the size or composition of household debt (Technical Box 1). Moreover, gains in house prices continue to offset the capital losses from the stock market, contributing to healthy household balance sheets.

Chart 12

Yield on Canadian Corporate Bonds Minus Yield on Government Bonds

All maturities by credit rating, basis points



Source: Merrill Lynch

3. Financial Developments

Business and household credit conditions

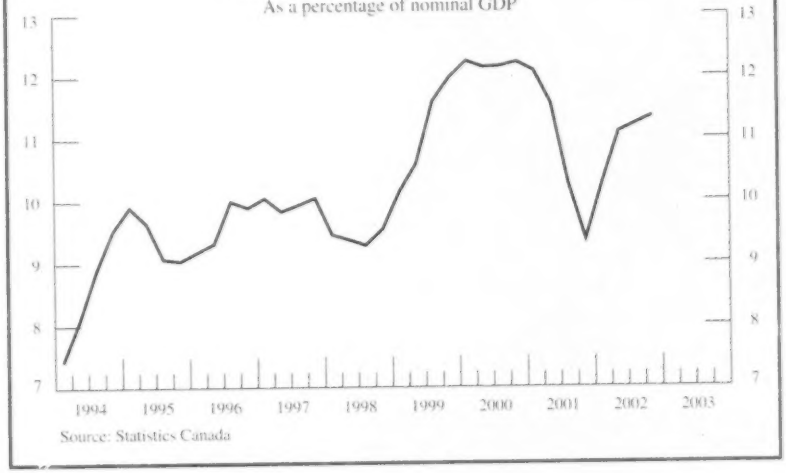
Growth in the demand for total non-financial business credit has been slow . . .

The combination of healthy corporate profits (Chart 10) and some delay by businesses in carrying out their investment plans in the face of economic and geopolitical uncertainty has resulted in very slow growth in the demand for total non-financial business credit over the past few months (Chart 11). While longer-term credit, buoyed by the issuance of income trusts, has expanded at a moderate pace, short-term business credit has continued to decline. And banks remain cautious in their lending to riskier firms.

Chart 10

Corporate Profits before Taxes

As a percentage of nominal GDP



Source: Statistics Canada

Most spreads between the yields on corporate bonds and government bonds have narrowed since the peak reached last October, although some have recently widened again owing to a number of industry-specific concerns (Chart 12). Nonetheless, spreads are still high compared with their historical averages, especially for non-investment-grade issuers.

Stock prices have picked up from the lows reached in October 2002 but remain sensitive to geopolitical developments. Equity market volatility rose in March, but has declined more recently. Weak equity issuance suggests a lack of investor enthusiasm for new stock issues and a difficult environment for riskier borrowers.

. . . while growth in household credit remains at a high level.

In sharp contrast to business credit, growth in household credit remains at a high level, supported by low interest rates and strong employment growth. Although Canadian households are

Chart 11

Business and Household Credit

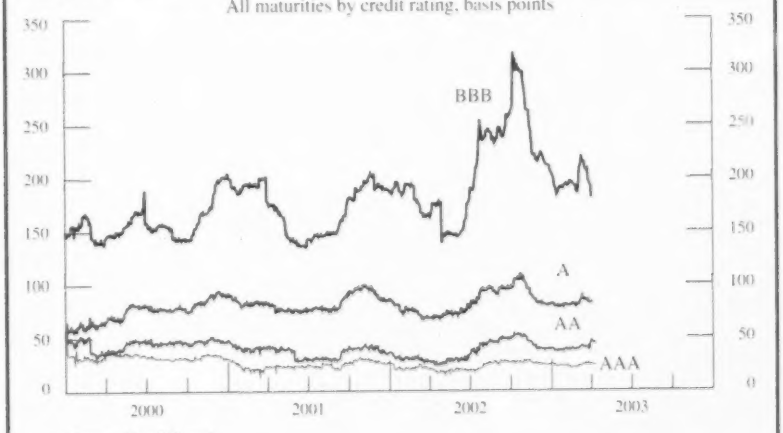
Year-over-year percentage change

accumulating debt, their financial situation remains sound and is not acting as a drag on their consumption. Higher debt levels have been partly matched by higher income levels, and with interest rates at very low levels, the debt-service ratio remains low by historical standards. It thus appears that, while higher interest rates would dampen consumption, the effect would not be significantly magnified by the size or composition of household debt (Technical Box 1). Moreover, gains in house prices continue to offset the capital losses from the stock market, contributing to healthy household balance sheets.

Chart 12

Yield on Canadian Corporate Bonds Minus Yield on Government Bonds

All maturities by credit rating, basis points



Source: Merrill Lynch

Technical Box 1

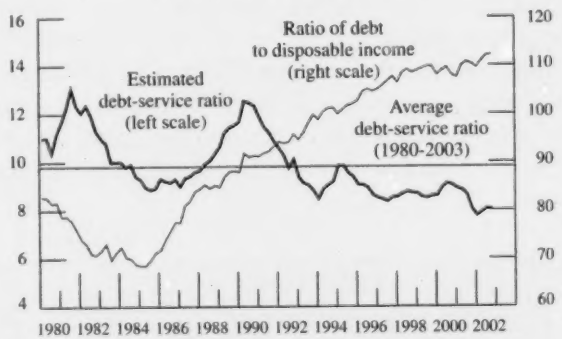
Interest Rates and the Cost of Household Debt

The growth of household debt has accelerated in the last year, partly reflecting the consumer response to sustained low interest rates. Since the mid-1990s, consumer debt (i.e., non-mortgage debt) has grown rapidly, particularly variable-rate lines of credit, which have become increasingly popular. In fact, consumer debt now accounts for 31 per cent of household debt, compared with 25 per cent in 1994. Very low short-term interest rates have also permitted lenders to market variable-rate mortgages more aggressively and have made those mortgages more popular among households.

Growing debt loads and the trend towards variable-rate vehicles have raised the question of whether an increase in interest rates would affect the household sector to a greater degree and more rapidly than in the past. One factor lessening the impact on interest outlays, however, is that variable-rate mortgages tend to cap households' debt-service payments, with changes in interest rates affecting mainly the rate at which principal is repaid. In addition, a significant fraction of household debt continues to be contracted at interest rates that are fixed for 3- to 5-year terms.

One measure of the cost of household indebtedness is the share of disposable income required to make interest payments on existing debt. Higher debt-service costs arising from higher interest rates would tend to divert income from consumer spending and reduce the access of some households to credit.

Personal Debt Burden



Source: Statistics Canada, Bank of Canada calculations

The estimated debt-service ratio is currently at historically low levels because the impact of the increased household debt has been more than offset by the combination of higher incomes and lower interest rates. (See chart.) This is partly because low interest rates on longer-maturity, fixed-rate debt have reduced the costs of new mortgages and renewals. In addition, with short-term rates well below long-term rates, the increased use of variable-rate debt has tended to further reduce the debt-service burden. Alternative measures of the debt-service ratio that include principal repayments (based on assumptions about the average term of household debt) have been flat in recent years and are also well below the peaks reached in the early 1990s.

The greater importance of variable-rate debt has likely increased the potential impact of short-term interest rates on consumer spending. Nonetheless, higher interest rates would lead neither to a pronounced deterioration in the creditworthiness of households, given the current low level of the debt-service ratio, nor to sharply reduced cash flow. Hence, they would not likely result in unusually large cuts in household expenditures.

Policy actions

On the October and December 2002 announcement dates, the Bank decided to keep its key interest rate unchanged, in light of the weakening global economic situation and the economic, financial, and geopolitical uncertainties. Although the policy rate also remained unchanged in January, the Bank drew attention in the press release to its view that the greater-than-anticipated increases in core and total CPI indicated that the economy might be operating closer to its production capacity than previously believed. On both the March and April announcement dates, the Bank raised its target for the overnight rate by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent. These decisions were taken against the backdrop of persistently high inflation rates, the expectation that Canadian economic activity would remain near potential, and the stimulative stance of monetary policy (Chart 13).

Developments in the target for the overnight rate since the October *Report*:

Oct. 16 — no change

Dec. 3 — no change

Jan. 21 — no change

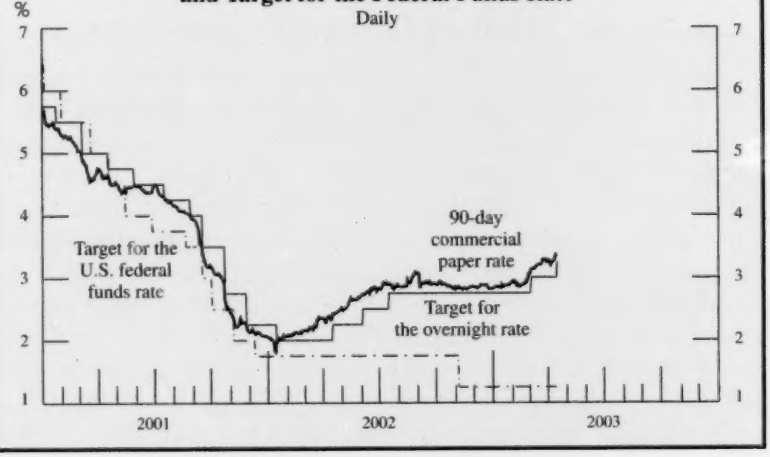
Mar. 4 — up 25 basis points to 3.00 per cent

Apr. 15 — up 25 basis points to 3.25 per cent

Chart 13

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

Daily



The yield curve in Canada has continued to flatten since October (Chart 14). Short-term market interest rates have moved higher, reflecting not only higher current policy rates, but also market expectations of further increases. Medium- and longer-term rates, on the other hand, have remained relatively stable. In contrast, the yield curve in the United States has steepened, with the decline in U.S. short-term interest rates reflecting market expectations of lower policy rates in the near future.

Technical Box 1

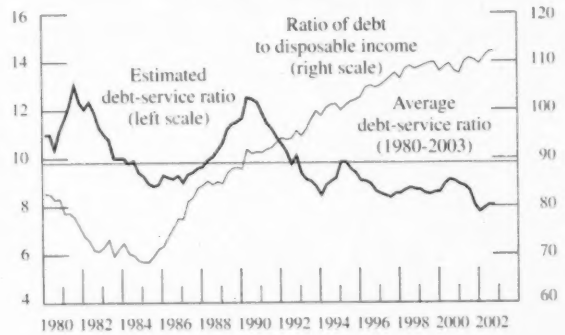
Interest Rates and the Cost of Household Debt

The growth of household debt has accelerated in the last year, partly reflecting the consumer response to sustained low interest rates. Since the mid-1990s, consumer debt (i.e., non-mortgage debt) has grown rapidly, particularly variable-rate lines of credit, which have become increasingly popular. In fact, consumer debt now accounts for 31 per cent of household debt, compared with 25 per cent in 1994. Very low short-term interest rates have also permitted lenders to market variable-rate mortgages more aggressively and have made those mortgages more popular among households.

Growing debt loads and the trend towards variable-rate vehicles have raised the question of whether an increase in interest rates would affect the household sector to a greater degree and more rapidly than in the past. One factor lessening the impact on interest outlays, however, is that variable-rate mortgages tend to cap households' debt-service payments, with changes in interest rates affecting mainly the rate at which principal is repaid. In addition, a significant fraction of household debt continues to be contracted at interest rates that are fixed for 3- to 5-year terms.

One measure of the cost of household indebtedness is the share of disposable income required to make interest payments on existing debt. Higher debt-service costs arising from higher interest rates would tend to divert income from consumer spending and reduce the access of some households to credit.

Personal Debt Burden



Source: Statistics Canada, Bank of Canada calculations

The estimated debt-service ratio is currently at historically low levels because the impact of the increased household debt has been more than offset by the combination of higher incomes and lower interest rates. (See chart.) This is partly because low interest rates on longer-maturity, fixed-rate debt have reduced the costs of new mortgages and renewals. In addition, with short-term rates well below long-term rates, the increased use of variable-rate debt has tended to further reduce the debt-service burden. Alternative measures of the debt-service ratio that include principal repayments (based on assumptions about the average term of household debt) have been flat in recent years and are also well below the peaks reached in the early 1990s.

The greater importance of variable-rate debt has likely increased the potential impact of short-term interest rates on consumer spending. Nonetheless, higher interest rates would lead neither to a pronounced deterioration in the creditworthiness of households, given the current low level of the debt-service ratio, nor to sharply reduced cash flow. Hence, they would not likely result in unusually large cuts in household expenditures.

Policy actions

On the October and December 2002 announcement dates, the Bank decided to keep its key interest rate unchanged, in light of the weakening global economic situation and the economic, financial, and geopolitical uncertainties. Although the policy rate also remained unchanged in January, the Bank drew attention in the press release to its view that the greater-than-anticipated increases in core and total CPI indicated that the economy might be operating closer to its production capacity than previously believed. On both the March and April announcement dates, the Bank raised its target for the overnight rate by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent. These decisions were taken against the backdrop of persistently high inflation rates, the expectation that Canadian economic activity would remain near potential, and the stimulative stance of monetary policy (Chart 13).

Developments in the target for the overnight rate since the October *Report*:

Oct. 16 — no change

Dec. 3 — no change

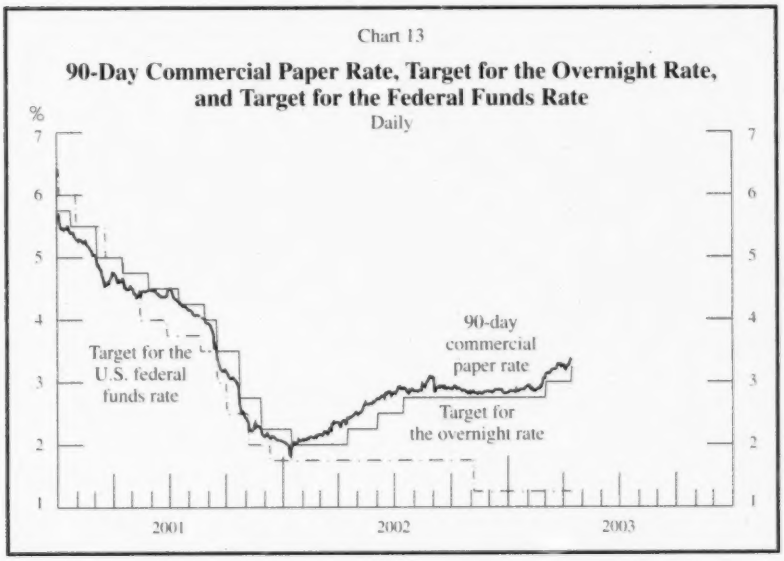
Jan. 21 — no change

Mar. 4 — up 25 basis points to 3.00 per cent

Apr. 15 — up 25 basis points to 3.25 per cent

Chart 13

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

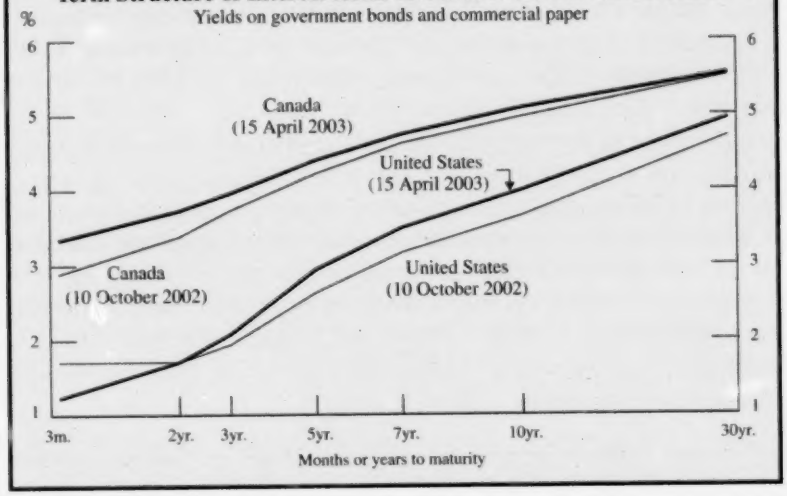


The yield curve in Canada has continued to flatten since October (Chart 14). Short-term market interest rates have moved higher, reflecting not only higher current policy rates, but also market expectations of further increases. Medium- and longer-term rates, on the other hand, have remained relatively stable. In contrast, the yield curve in the United States has steepened, with the decline in U.S. short-term interest rates reflecting market expectations of lower policy rates in the near future.

Chart 14

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



Exchange rate and monetary conditions

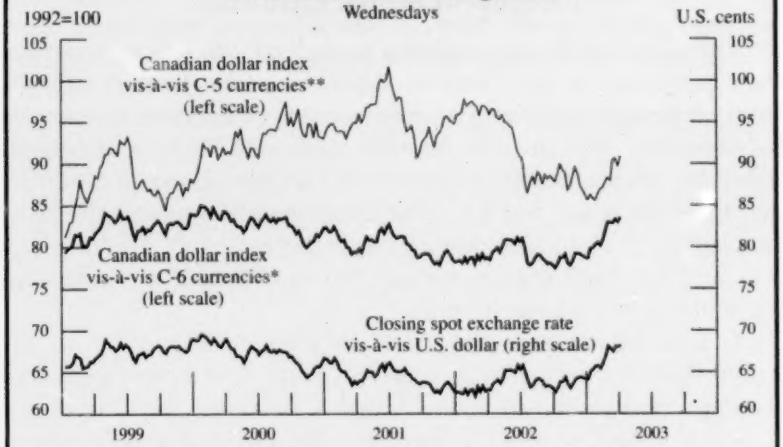
The Canadian dollar has recently been trading above 68 cents U.S., reaching a three-year high (Chart 15). Fundamental factors supporting the Canadian dollar against the U.S. dollar include a resilient domestic economy, favourable interest rate differentials, and firm commodity prices. Since the October *Report*, the Canadian dollar has appreciated by 8.2 per cent, on average, against the currencies of its major trading partners. Over this period, the U.S. dollar has weakened significantly against other major currencies, most notably the euro and the Swiss franc. These currencies benefited from safe-haven flows in the prevailing uncertain environment.

The Bank's monetary conditions index has risen sharply since the October *Report*, owing to the rise in the target for the overnight rate and the appreciation of the Canadian dollar (Chart 16).

Chart 15

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

Chart 16

Monetary Conditions Index

Wednesdays, January 1987 = 0

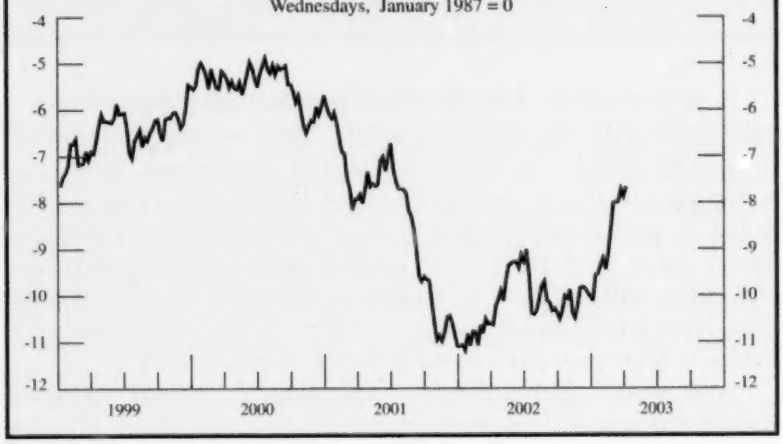
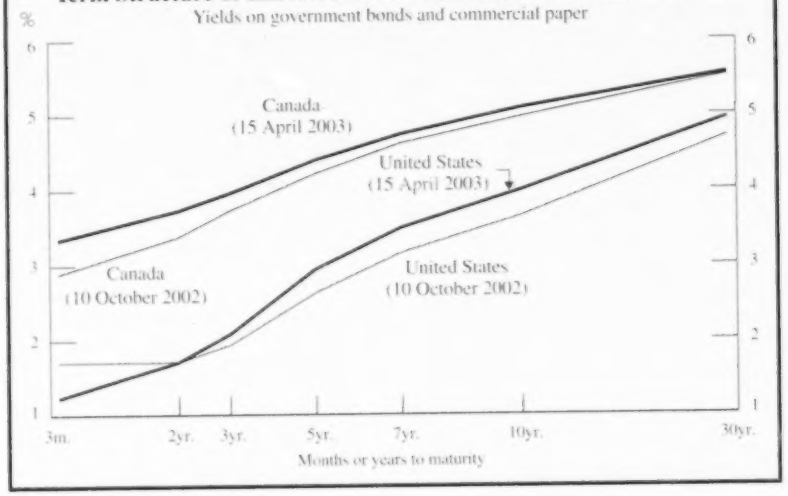


Chart 14

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



Exchange rate and monetary conditions

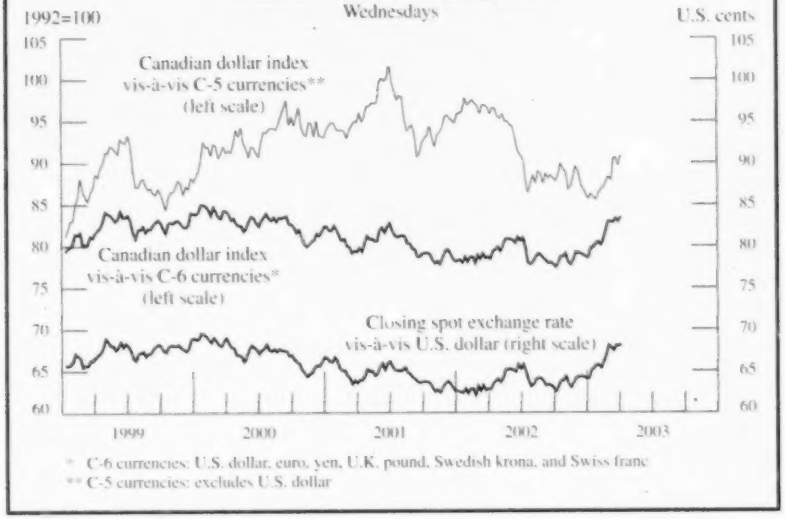
The Canadian dollar has recently been trading above 68 cents U.S., reaching a three-year high (Chart 15). Fundamental factors supporting the Canadian dollar against the U.S. dollar include a resilient domestic economy, favourable interest rate differentials, and firm commodity prices. Since the October *Report*, the Canadian dollar has appreciated by 8.2 per cent, on average, against the currencies of its major trading partners. Over this period, the U.S. dollar has weakened significantly against other major currencies, most notably the euro and the Swiss franc. These currencies benefited from safe-haven flows in the prevailing uncertain environment.

The Bank's monetary conditions index has risen sharply since the October *Report*, owing to the rise in the target for the overnight rate and the appreciation of the Canadian dollar (Chart 16).

Chart 15

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

Chart 16

Monetary Conditions Index

Wednesdays, January 1987 = 0

4. The Outlook for Inflation

International background

Near-term global economic growth is likely to be subdued, but the risks are better balanced.

The global economy continues to expand, but at a slower pace than projected in the October *Report* and the January *Update*. Given that economic uncertainty remains an important factor, global economic growth over the near term will likely remain subdued. But with geopolitical uncertainty lessening, world oil prices down significantly, and financial conditions improving, the risks confronting the global economy are better balanced. Looking further out, the Bank expects a more robust economic environment, particularly in the United States.

U.S. economic growth is now projected to increase at a rate below that country's growth potential in the first three quarters of the year. As confidence levels improve, however, the stimulative stance of monetary policy, together with tax cuts and increased defence spending, should support an expansion to a rate above the economy's growth potential towards the end of the year and through 2004. Both consumer spending and business expenditures on capital equipment are expected to strengthen over this projection horizon. On an average annual basis, real GDP should thus increase by about 2 1/2 per cent in 2003. This is less than was projected in the October *Report* and the last *Update*. The Bank believes that U.S. economic activity will pick up to a rate of about 4 per cent in 2004.

U.S. GDP growth is expected to pick up to a rate of about 4 per cent in 2004.

A similar rebound in the pace of expansion is less certain in other industrialized countries, where there are signs of persistently weak growth in domestic demand. In the euro area, economic growth is expected to be about 1 per cent, on an average annual basis, in 2003 (weaker than our October projection) and to rise to about 2 1/4 per cent in 2004. In Japan, ongoing structural difficulties will continue to weigh on economic growth for some time, with a modest expansion of about 1/2 per cent expected in 2003 and growth of close to 1 per cent foreseen in 2004.

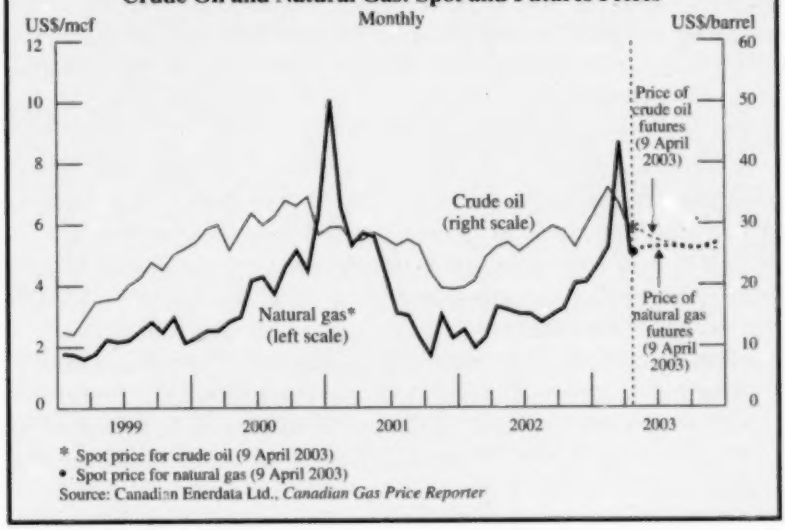
With weaker global demand, prospects for several emerging-market economies have deteriorated. In Asia, growth is expected to remain comparatively robust, although the possible spread of Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) increases the uncertainty surrounding this projection. The outlook for Latin America remains clouded.

The expected pickup in global economic growth should lead to further gains in the U.S.-dollar price of non-energy commodities during 2004. With crude oil prices having fallen markedly since mid-March, the Bank's base-case scenario assumes that the price

of West Texas Intermediate (WTI) crude oil will average about US$28 per barrel in the second quarter of 2003, and will ease after mid-year. Natural gas prices are likely to remain near their current high levels over the remainder of 2003. These assumptions are broadly consistent with current market expectations (Chart 17).

Chart 17

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices



* Spot price for crude oil (9 April 2003)
• Spot price for natural gas (9 April 2003)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Aggregate demand and supply in Canada

While indicators point to a weaker near-term global economic outlook, domestic demand in Canada has remained firm.

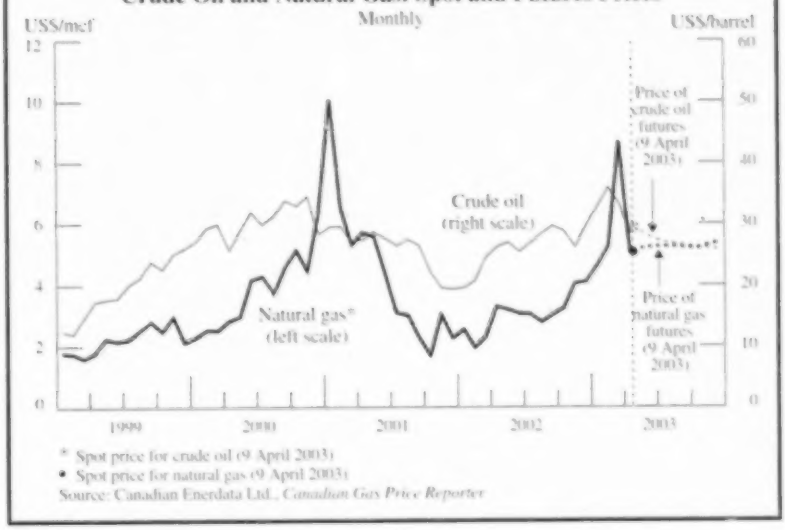
While indicators point to a weaker near-term global economic outlook, domestic demand in Canada has remained firm with continued employment gains. Given the underlying strength of domestic demand and with the expected pickup in U.S. economic activity towards year-end, the Bank continues to see the need for further removal of monetary stimulus over time to return inflation to its 2 per cent target and to maintain output levels close to capacity.

Economic growth in Canada is now expected to average near 2 1/2 per cent over the first three quarters of 2003. The recent climate of uncertainty has led many businesses to delay decisions to invest in fixed capital, and the effects will be felt over the coming months. Inventory accumulation is also likely to ease, since some of the recent inventory buildup appears to have been unintended. The growth in household expenditures is also expected to decrease from the strong pace registered in 2002. While continued U.S. economic growth, albeit moderate, in the first three quarters of 2003 should underpin the demand for exports, the higher level of the Canadian dollar will have a dampening effect. Spending on

of West Texas Intermediate (WTI) crude oil will average about US$28 per barrel in the second quarter of 2003, and will ease after mid-year. Natural gas prices are likely to remain near their current high levels over the remainder of 2003. These assumptions are broadly consistent with current market expectations (Chart 17).

Chart 17

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices



* Spot price for crude oil (9 April 2003)
• Spot price for natural gas (9 April 2003)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Aggregate demand and supply in Canada

While indicators point to a weaker near-term global economic outlook, domestic demand in Canada has remained firm.

While indicators point to a weaker near-term global economic outlook, domestic demand in Canada has remained firm with continued employment gains. Given the underlying strength of domestic demand and with the expected pickup in U.S. economic activity towards year-end, the Bank continues to see the need for further removal of monetary stimulus over time to return inflation to its 2 per cent target and to maintain output levels close to capacity.

Economic growth in Canada is now expected to average near 2 1/2 per cent over the first three quarters of 2003. The recent climate of uncertainty has led many businesses to delay decisions to invest in fixed capital, and the effects will be felt over the coming months. Inventory accumulation is also likely to ease, since some of the recent inventory buildup appears to have been unintended. The growth in household expenditures is also expected to decrease from the strong pace registered in 2002. While continued U.S. economic growth, albeit moderate, in the first three quarters of 2003 should underpin the demand for exports, the higher level of the Canadian dollar will have a dampening effect. Spending on

goods and services by all levels of government is expected to rise solidly during this period.

The growth of aggregate demand in Canada should begin to strengthen appreciably towards year-end and through 2004. The anticipated pickup in the U.S. economy is expected to boost Canadian exports. With the assumed recovery in confidence and further improvement in financial conditions, investment spending should also pick up. Moreover, conventional drilling by the oil and natural gas sector is likely to increase considerably during 2003, reflecting the high prices of crude oil and natural gas (Technical Box 2). Household spending is also projected to grow at a healthy rate, although the pace of expansion will be moderated somewhat by the withdrawal of monetary stimulus.

Growth in 2003 is expected to average about 2 1/2 per cent . . .

Economic growth in 2003 is expected to average about 2 1/2 per cent. This projection is lower than that in the January *Update* and than the average private sector consensus forecast for 2003. It is also below the projection in the October *Report*, largely because of weaker growth prospects in 2003 for the United States and overseas economies.

. . . and to be somewhat above the economy's production potential during 2004.

During 2004, with strengthening demand, Canada's economy is projected to grow somewhat above the economy's 3 per cent growth potential. In terms of the level of economic activity, this scenario implies that by the end of 2004 most of the small amount of slack that is likely to open up over the first two or three quarters of this year will have closed. On an annual average basis, this would mean growth of around 3 per cent, below the latest private sector consensus forecast.

Measures of inflation expectations

Measures of near-term inflation expectations have edged up.

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's spring *Index of Business Confidence*, 53 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of over 2 per cent. This proportion is up from 25 per cent last autumn (Chart 18). The survey of firms conducted by the Bank's regional offices indicates that 83 per cent of the businesses surveyed were expecting inflation over the next two years to be above the Bank's 2 per cent target, compared with 66 per cent of businesses surveyed last September. And the average private sector consensus forecast for the rate of increase in the total CPI in 2003 is 3 per cent, compared with 2.4 per cent last October. These near-term inflation expectations have undoubtedly been influenced by recent increases in energy prices at the consumer level.

While near-term inflation expectations have risen, the average private sector forecast for total CPI inflation in 2004 has remained

Technical Box 2

Rising Energy Prices: Implications for Economic Activity

Large movements in energy prices affect economic activity through various channels (Stuber 2001). First, they redistribute real income between energy-importing countries (such as the United States) and energy-exporting countries (such as Canada). Because of the marked increase in Canada's net trade surplus in energy goods relative to GDP, our exposure to gains and losses in real income through fluctuating energy prices has risen since the early 1980s (a "real-income" or "terms-of-trade" effect). Moreover, if energy producers expect higher prices to be long-lasting, they would be more likely to raise their own investment expenditures. Higher energy prices also raise the operating costs of Canadian businesses and reduce the real incomes of households, while transferring income to energy producers. On balance, the short-run impact on Canadian aggregate economic activity of this "income-reallocation" might well be negative if energy producers raise their investment spending more gradually than other firms and households reduce their expenditures. Since most of Canada's important trading partners are net importers of energy, substantially higher energy prices could be expected to reduce the demand for Canada's exports to these countries (a "foreign-demand" effect). Finally, a large and persistent rise in energy prices could lead to a substantial increase in uncertainty, especially if the price rise was not simply a rebound from an earlier price decline. Firms and households would be less sure about the long-term costs of energy-intensive equipment and about the near-term outlook for the economy as a whole. They would therefore be inclined to postpone some capital spending and purchases of big-ticket consumer items.

Large increases in world energy prices have tended to have a significant dampening effect on the pace of global economic expansion, especially since the 1970s. However, this impact is likely to be smaller than that arising from the price shocks of the 1970s and early 1980s, largely because the intensity of energy use in industrial economies has declined markedly since that time.

If the price of West Texas Intermediate crude oil remained near US$28 per barrel for the rest of 2003, this would represent an increase of about 7 per cent (US$2 per barrel) from the average level in 2002. Similarly, if natural gas prices settled at a level of about US$5 per mcf for the rest of the year, this would imply a rise of close to 65 per cent from the 2002 level. Such price increases could raise Canada's real income by just over 1 per cent. On the other hand, estimates published by the IMF and the OECD suggest that such a shock to energy commodity prices could reduce real GDP in the United States by about 0.1 per cent after one year. The combined impact on Canada's real GDP of the real-income and foreign-demand effects of such a rise in energy prices could be a very small increase of about 0.3 per cent, although there would be a wide band of uncertainty around such an estimate.[1]

1. For more details on how the effect of an energy-price shock on Canada's real GDP is estimated, see Stuber (2001). The above estimate does not take into account the short-run impact on economic activity arising from higher uncertainty.

Technical Box 2

Rising Energy Prices: Implications for Economic Activity

Large movements in energy prices affect economic activity through various channels (Stuber 2001). First, they redistribute real income between energy-importing countries (such as the United States) and energy-exporting countries (such as Canada). Because of the marked increase in Canada's net trade surplus in energy goods relative to GDP, our exposure to gains and losses in real income through fluctuating energy prices has risen since the early 1980s (a "real-income" or "terms-of-trade" effect). Moreover, if energy producers expect higher prices to be long-lasting, they would be more likely to raise their own investment expenditures. Higher energy prices also raise the operating costs of Canadian businesses and reduce the real incomes of households, while transferring income to energy producers. On balance, the short-run impact on Canadian aggregate economic activity of this "income-reallocation" might well be negative if energy producers raise their investment spending more gradually than other firms and households reduce their expenditures. Since most of Canada's important trading partners are net importers of energy, substantially higher energy prices could be expected to reduce the demand for Canada's exports to these countries (a "foreign-demand" effect). Finally, a large and persistent rise in energy prices could lead to a substantial increase in uncertainty, especially if the price rise was not simply a rebound from an earlier price decline. Firms and households would be less sure about the long-term costs of energy-intensive equipment and about the near-term outlook for the economy as a whole. They would therefore be inclined to postpone some capital spending and purchases of big-ticket consumer items.

Large increases in world energy prices have tended to have a significant dampening effect on the pace of global economic expansion, especially since the 1970s. However, this impact is likely to be smaller than that arising from the price shocks of the 1970s and early 1980s, largely because the intensity of energy use in industrial economies has declined markedly since that time.

If the price of West Texas Intermediate crude oil remained near US$28 per barrel for the rest of 2003, this would represent an increase of about 7 per cent (US$2 per barrel) from the average level in 2002. Similarly, if natural gas prices settled at a level of about US$5 per mcf for the rest of the year, this would imply a rise of close to 65 per cent from the 2002 level. Such price increases could raise Canada's real income by just over 1 per cent. On the other hand, estimates published by the IMF and the OECD suggest that such a shock to energy commodity prices could reduce real GDP in the United States by about 0.1 per cent after one year. The combined impact on Canada's real GDP of the real-income and foreign-demand effects of such a rise in energy prices could be a very small increase of about 0.3 per cent, although there would be a wide band of uncertainty around such an estimate.[1]

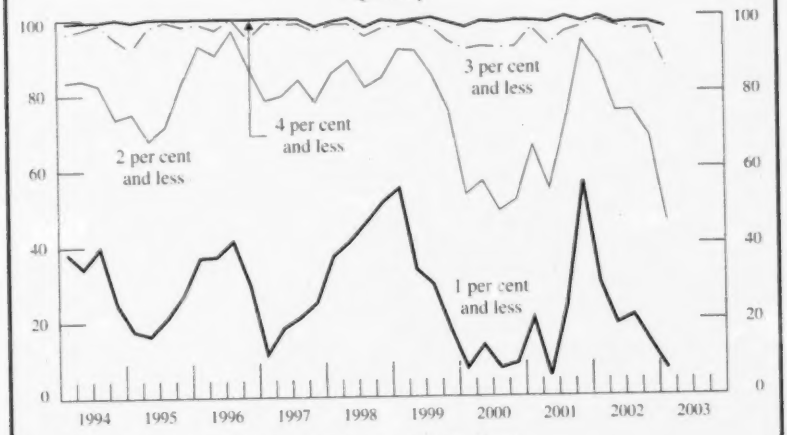
1. For more details on how the effect of an energy-price shock on Canada's real GDP is estimated, see Stuber (2001). The above estimate does not take into account the short-run impact on economic activity arising from higher uncertainty.

close to 2 per cent. Typical forecasts of longer-term inflation similarly continue to be centred tightly around 2 per cent. On the other hand, the yield differential between 30-year conventional and Real Return bonds has crept up close to 2.5 per cent (Chart 19). Liquidity and technical factors are, however, making this spread difficult to interpret.

Chart 18

Percentage Distribution of Expected Price Increases over the Next Six Months

Quarterly

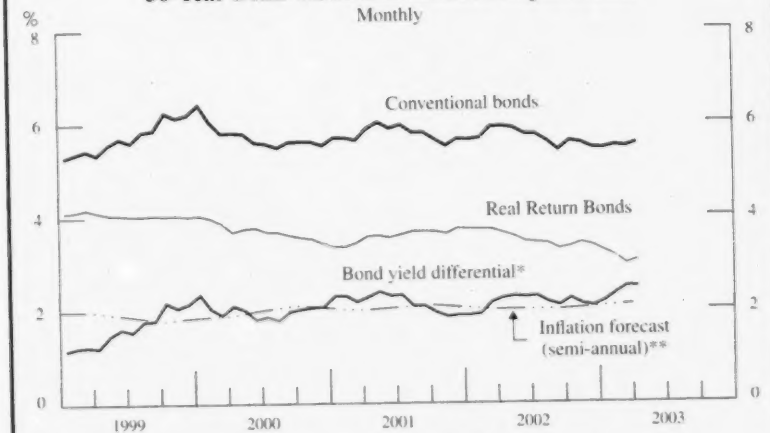


Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

Chart 19

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly



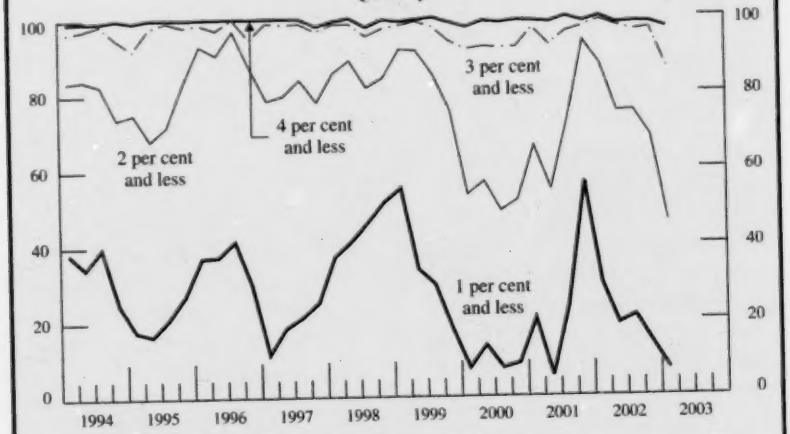
* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.
** CPI inflation forecast 6 to 10 years ahead. Source: Consensus Economics Inc.

close to 2 per cent. Typical forecasts of longer-term inflation similarly continue to be centred tightly around 2 per cent. On the other hand, the yield differential between 30-year conventional and Real Return bonds has crept up close to 2.5 per cent (Chart 19). Liquidity and technical factors are, however, making this spread difficult to interpret.

Chart 18

Percentage Distribution of Expected Price Increases over the Next Six Months

Quarterly

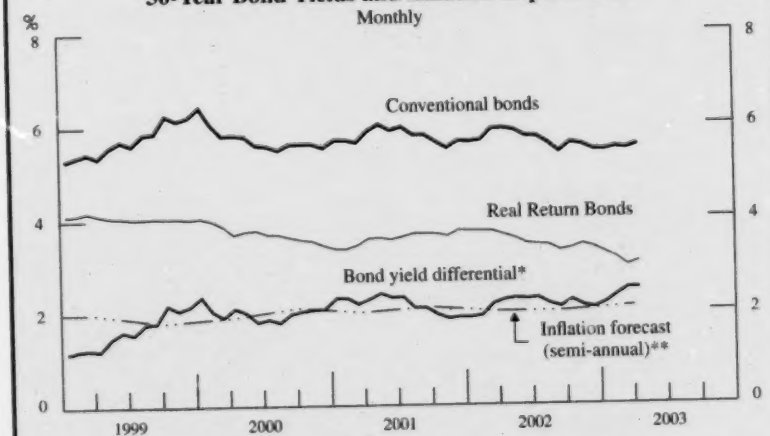


Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

Chart 19

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly



* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.
** CPI inflation forecast 6 to 10 years ahead. Source: Consensus Economics Inc.

Other factors affecting inflation

A number of one-off factors will continue to hold core inflation up over the near term.

The one-off factors that have recently pushed core inflation up to around 3 per cent will likely continue to hold the core rate up over the near term. However, the combined effect of these factors is expected to have largely run its course by early 2004.

The impact on the core rate of recent hikes in insurance premiums is expected to persist through mid-2003, before gradually diminishing into early 2004. The effects of last year's drought in western Canada and elsewhere are expected to put further upward pressure on the prices of some food components in the core CPI through most of 2003.

There is some risk of a pass-through of the recent substantial increases in energy costs to the prices of other goods and services. Recent experience suggests, however, that this pass-through effect is likely to be relatively small.

Similarly, the effect on core inflation of the recent appreciation of the Canadian dollar is likely to be small, since the pass-through from the exchange rate to this index has been modest throughout the past decade. The effect of the exchange rate movement on total CPI will be somewhat larger than on core CPI, reflecting the different baskets of goods and services included.

Wage gains are expected to rise slightly through 2004.

Wage increases are expected to rise slightly through 2004. For example, the Bank's latest survey of businesses shows that a greater percentage of firms expect larger wage increases over the next 12 months than anticipate smaller wage gains. Labour productivity growth is expected to be near 2 per cent over the next two years, with growth in unit labour costs edging up towards 2 per cent through 2004.

Implications of money growth for inflation

During most of the second half of 2002 and early 2003, growth in the narrow monetary aggregates—gross M1, M1+, M1++—has been slowing from its earlier very strong pace (Chart 20). The accumulation of precautionary balances by both households and firms that occurred earlier at a time of sharp declines in equity prices, increasing financial turbulence, and rising geopolitical uncertainty appears to have stopped. Nevertheless, households and firms continue to hold high levels of money balances.

Households have been readjusting their portfolios to a significant extent in the last few months. There have been outflows from equity mutual funds since June 2002, owing in part to a shift by households from such funds towards fixed-term deposits and fixed-income mutual funds. There has also been an increased demand for real assets, as evidenced by the strength of the

Chart 20

Narrow Money Growth

Year-over-year percentage change

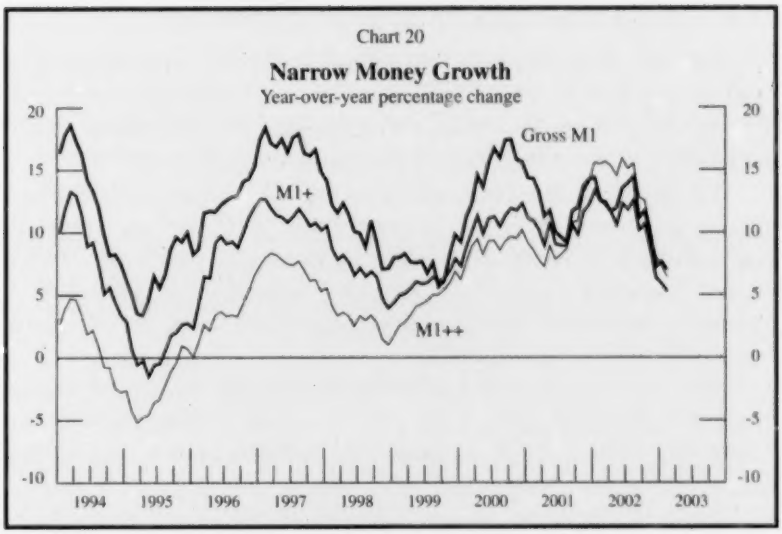
housing market over the last year. The weakening of the narrow aggregates and of a number of components of M2++ has contributed to a pronounced decline in the growth rate of M2++ (Chart 21).

The sharp deceleration in the monetary aggregates in recent months does not present a significant risk to the inflation outlook. The growth rate of narrow money is still above the rate consistent with 2 per cent inflation, and households continue to hold unusually high levels of precautionary balances. Thus, continuing slow money growth would be consistent with inflation returning to its 2 per cent target for inflation control.

Chart 21

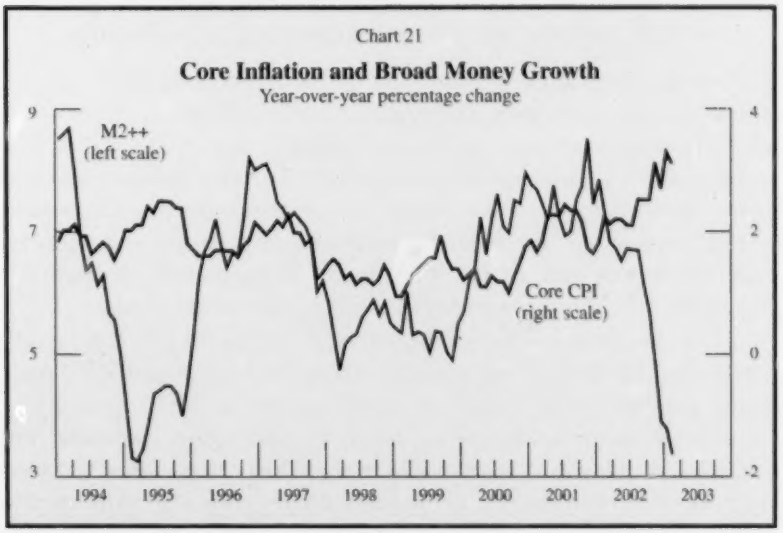
Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



housing market over the last year. The weakening of the narrow aggregates and of a number of components of M2++ has contributed to a pronounced decline in the growth rate of M2++ (Chart 21).

The sharp deceleration in the monetary aggregates in recent months does not present a significant risk to the inflation outlook. The growth rate of narrow money is still above the rate consistent with 2 per cent inflation, and households continue to hold unusually high levels of precautionary balances. Thus, continuing slow money growth would be consistent with inflation returning to its 2 per cent target for inflation control.



Inflation projection

Although core inflation is expected to remain near 3 per cent through mid-2003 as a result of a number of one-off factors . . .

The core rate of inflation is expected to remain near 3 per cent through mid-2003, largely because of the persistence of the one-off factors described earlier. But the combined effect of these factors should decrease significantly after that and will likely have largely run its course by early 2004.

. . . it should move back to 2 per cent in early 2004 and remain there through to the end of the year.

With the balance of aggregate demand and supply likely to be a source of slight downward pressure on inflation over the projection horizon, and given that the effect of one-off factors is expected to diminish after mid-2003, core inflation is projected to move down to about 2 1/2 per cent in the second half of 2003 and to about 2 per cent by early 2004. It should remain there over the rest of next year (Table 1).[5]

Table 1
Projections for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change

	2003				2004		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Second half
Core inflation	3.1	2.9	2.5	2.4	2.0	2.0	2.0
Total CPI	4.5	3.7	2.8	2.4	1.2	1.5	1.8
Assumptions for the Price of WTI Crude Oil (US$ per barrel)							
Base-case scenario	34	28	27	25	25	25	25

The projection for total CPI inflation depends importantly on the outlook for oil prices.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be heavily influenced by developments in markets for crude oil (Chart 17). If oil prices were to average about US$28 per barrel in coming months, total CPI inflation would be expected to ease to around 3 3/4 per cent in the second quarter. If crude oil prices were then to settle down at about US$25 per barrel, broadly consistent with futures prices, total CPI inflation would likely fall temporarily below the core rate in the first half of next year, before steadying out at a rate close to core inflation.

5. Both core and total CPI inflation are expected to jump temporarily in December 2003 as a result of an echo effect associated with the first rebate on Ontario electricity prices in December 2002.

5. Conclusions

Since the Bank's last *Monetary Policy Report*, both core and total CPI inflation have been well above the 2 per cent inflation target. While one-off factors, particularly higher insurance premiums, and increased costs for some key product inputs have contributed importantly to high inflation, price pressures arising from strong domestic demand have also been at play. Indeed, although external demand for Canadian products has weakened, our economy has continued to operate close to full production capacity because of strong domestic demand. In this environment, inflation expectations have edged up.

In view of the domestic inflation situation and the underlying momentum of domestic demand, the Bank raised its target overnight rate on each of its last two policy announcement dates by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent.

Economic, financial, and geopolitical uncertainty has also figured prominently in the global economic picture over the past six months. Some of the geopolitical and financial uncertainty has lifted more recently, and the Bank expects that it will continue to recede. Global economic uncertainty remains important, however, especially over the near term.

Overall, the risks confronting the world economy now appear to be better balanced compared with last autumn, and by year-end, business and household confidence levels should be much higher. Thus, while global economic uncertainty will likely continue to dampen growth over the near term, activity should begin to strengthen towards the end of this year and through 2004, particularly in North America.

Given the underlying momentum of domestic demand, and an expectation that external demand for Canadian products will strengthen as uncertainties recede and confidence improves, the Bank continues to believe that further reductions in monetary stimulus will be necessary over time to return inflation to its 2 per cent target and to sustain output levels close to capacity. The timing and pace of further increases in policy interest rates will depend on the strength of domestic demand, the evolution of inflation expectations, and the pace of economic expansion in the United States and in overseas economies.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Conference Board of Canada. 2003. *Index of Business Confidence* (Spring).

Consensus Economics Inc. 2003. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

Stuber, G. 2001. "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 3–14.

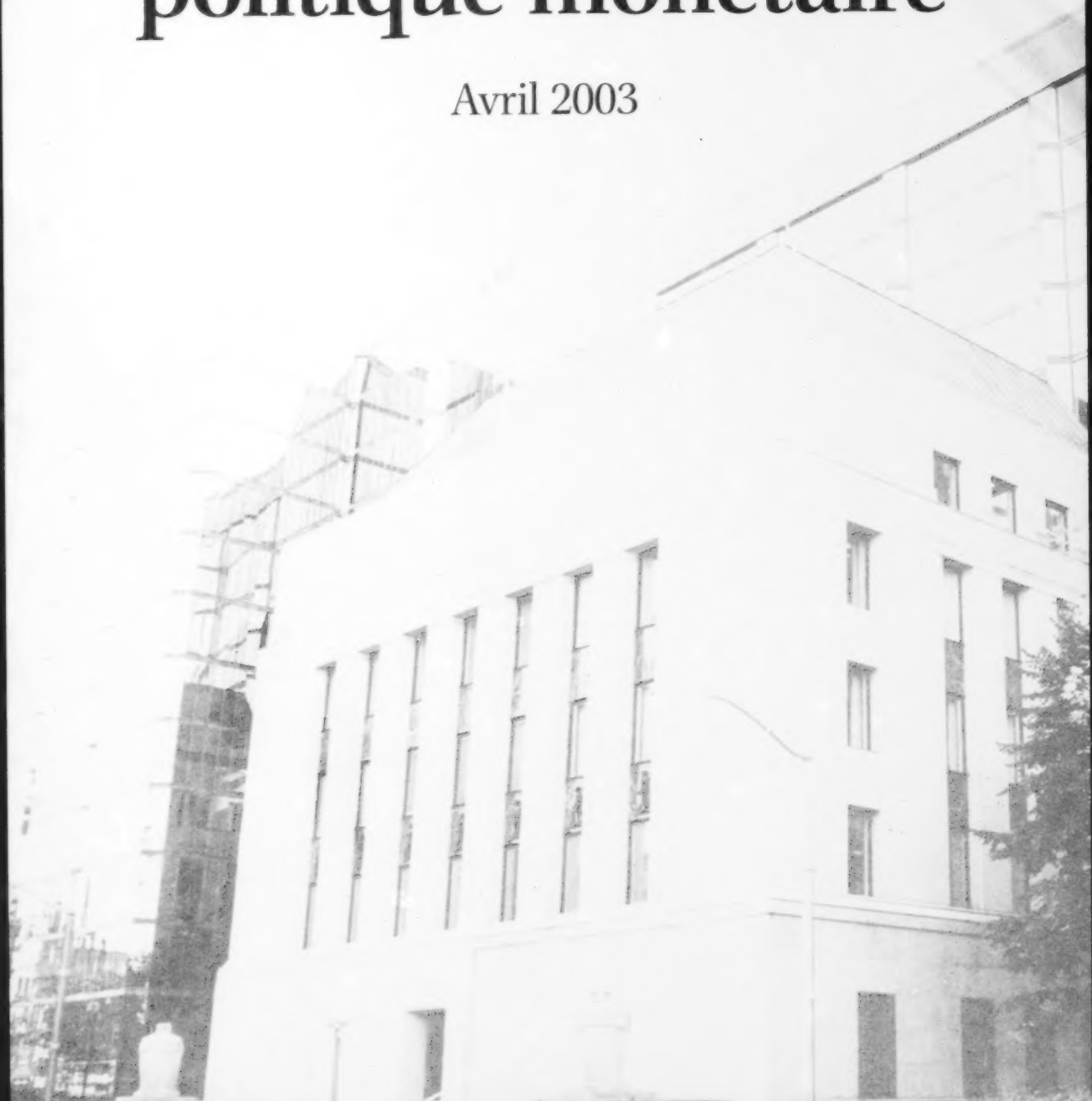
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2003



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5093
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2003 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Charles Freedman, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible? 6

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 10

3. L'évolution financière 15

Le crédit aux entreprises et aux ménages .. 15
Les mesures de politique monétaire 17
Le taux de change et les conditions monétaires 19

4. Les perspectives en matière d'inflation 21

La conjoncture internationale 21
La demande et l'offre globales au Canada ... 22
La mesure des attentes relatives à l'inflation 25
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 27
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation 27
Les prévisions relatives à l'inflation 29

5. Conclusions 31

Bibliographie 32

Encadrés

1. Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages 18
2. Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique 24

Nous demeurons convaincus au Canada des mérites [...] d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix à moyen terme, d'une politique budgétaire visant la réduction du ratio de la dette publique au PIB, de la libéralisation des échanges commerciaux et d'une réforme [...] des structures. Les résultats positifs enregistrés par le Canada ces deux dernières années, lesquelles ont été difficiles pour l'économie mondiale, montrent bien que ce cadre est le bon. Au Canada, nous sommes déterminés à continuer d'appliquer ces principes, qui, particulièrement en cette période d'incertitude, confirment leur valeur.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
18 mars 2003

1. INTRODUCTION

Les perspectives économiques mondiales sont assombries par une grande incertitude.

Depuis quelque temps, les perspectives économiques mondiales sont assombries par une grande incertitude, que la guerre en Iraq a accentuée tout récemment. Cette incertitude explique une bonne partie de la forte volatilité qu'ont connue dernièrement les cours mondiaux du pétrole et les marchés financiers. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont partiellement atténuées ces derniers temps et, dans son scénario de référence, la Banque du Canada postule qu'elles continueront de se dissiper. En conséquence, la confiance des entreprises, des ménages et des marchés financiers devrait se raffermir considérablement d'ici la fin de l'année. Mais il reste que l'incertitude planant sur l'économie mondiale demeure importante, particulièrement à court terme. La Banque prévoit maintenant que le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis et au Canada commencera à augmenter vers la fin de 2003 et qu'il dépassera le taux d'accroissement de la production potentielle durant 2004. Comme la marge de capacités excédentaires est plus grande aux États-Unis qu'au Canada, il y a davantage place à une croissance de l'économie supérieure à celle du potentiel dans ce pays que chez nous.

La Banque s'attache avec constance à prendre les mesures appropriées pour ramener l'inflation à sa cible de 2 %.

Notre scénario s'accompagne toutefois d'un large éventail de résultats possibles, qui pourraient s'avérer supérieurs ou inférieurs à nos prévisions. L'évolution de la confiance des entreprises et des ménages ainsi que de l'incertitude économique à l'échelle mondiale auront une influence déterminante à cet égard. C'est pourquoi la Banque suivra ces deux facteurs de près au cours des prochains mois. Quoi qu'il en soit, ce qui importe le plus en ces temps incertains est que la Banque s'attache avec constance à prendre les mesures appropriées qui auront pour effet cumulatif de ramener le taux d'augmentation des prix à 2 %, sa cible de maîtrise de l'inflation.

La présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* contient un examen des facteurs qui devraient faire redescendre l'inflation mesurée par l'indice de référence à 2 % d'ici le début de l'an prochain.

* * *

Au moment de reconduire la cible de maîtrise de l'inflation en mai 2001, la Banque s'est engagée à expliquer les écarts persistants entre l'inflation observée et la cible poursuivie. Cette explication se trouve dans l'encadré de la page suivante.

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préétablie du 15 avril 2003.

Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible?

L'inflation mesurée par l'IPC global est passée de 2,1 % en juillet 2002 à 4,6 % en février 2003 et se situe en dehors de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation depuis octobre dernier. Lorsque la cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite en mai 2001[1], la Banque s'est engagée à expliquer de tels écarts persistants par rapport au point médian de la fourchette. Parmi les facteurs ayant fait augmenter l'inflation depuis six mois, trois ressortent particulièrement : la poussée des prix de l'énergie, les fortes hausses des primes d'assurance et le fait que l'économie tourne près des limites de sa capacité.

Le resserrement des marchés mondiaux de l'énergie et le vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel qui en a résulté par rapport aux creux relatifs observés à la fin de 2001 et au début de 2002 ont entraîné une ascension marquée des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel au Canada depuis le milieu de 2002. Cette remontée est le principal facteur à l'origine de la hausse qu'a enregistrée l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. La tendance des prix de ces produits énergétiques s'est nettement inversée récemment, et les cours des contrats à terme concernant le pétrole brut laissent présager d'autres baisses durant les prochains mois.

Après être restées stables pendant plusieurs années, les primes d'assurance se sont aussi envolées depuis la fin de 2001, en raison de la forte progression du montant des demandes d'indemnité et du faible rendement affiché par les placements financiers de ce secteur ces deux dernières années. De février 2002 à février 2003, les primes d'assurance automobile et d'assurance habitation se sont accrues respectivement de 30 % et de 11 %. Étant donné que les primes d'assurance représentent presque 4 % du panier de l'IPC, leurs variations ont contribué de façon appréciable à l'accroissement de l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. Les primes d'assurance sont également comprises dans l'indice de référence de la Banque. Leurs augmentations ont été plus vives et plus persistantes que prévu, mais l'on croit toujours que l'incidence de ce facteur sur l'IPC s'atténuera au cours de 2003.

Les pressions s'exerçant sur l'appareil de production ont également été plus intenses que ce qu'on anticipait. Au lendemain des attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux États-Unis, la Banque est intervenue énergiquement en abaissant le taux cible du financement à un jour de 200 points de base entre septembre 2001 et janvier 2002. Cette mesure vigoureuse visait à soutenir la confiance et à prévenir un ralentissement sérieux de l'activité économique. La confiance s'est toutefois vite rétablie, et la forte détente monétaire mise en place s'est traduite par un essor important de la demande, en particulier pour ce qui est des composantes sensibles aux taux d'intérêt. La reprise s'étant produite bien plus tôt que l'on s'y attendait et avec plus de vigueur que prévu, la Banque a resserré sa politique monétaire entre avril et juillet 2002. Au second semestre de l'année, la demande a faibli à l'étranger, mais elle est restée robuste au pays, et l'économie a continué de tourner près des limites de sa capacité. Le niveau élevé de la demande intérieure a poussé certains prix à la hausse, notamment ceux du logement, des soins personnels et de divers services récréatifs. Devant ce contexte, la Banque a recommencé, en mars 2003, à resserrer sa politique.

Dans le présent rapport, la Banque examine les facteurs qui devraient ramener le taux d'inflation à sa cible de 2 % d'ici le début de 2004.

1. Cf. Banque du Canada (2001), p. 7

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a augmenté de façon marquée, sous l'impulsion surtout de l'escalade des cours du pétrole brut.

L'inflation et la cible de 2 %

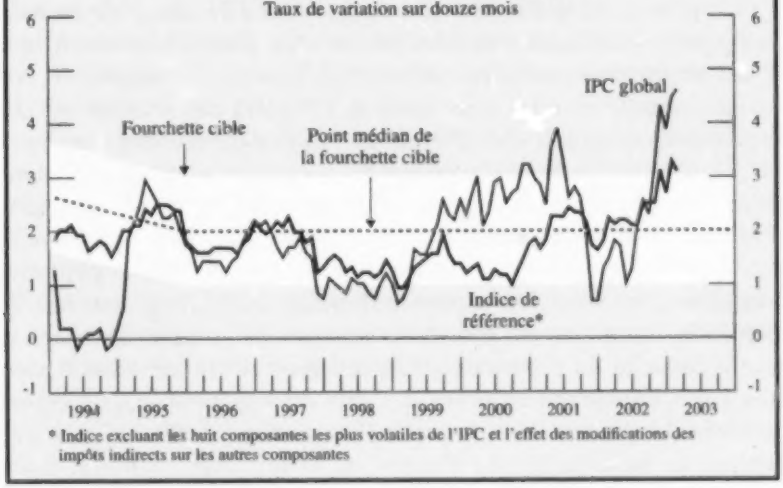
Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque...

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire* (Graphique 1)[1]. D'août à octobre 2002, le taux d'accroissement sur 12 mois de cet indice s'était maintenu à 2,5 %. Depuis novembre, il s'est établi en moyenne juste au-dessus de 3 % et se situait à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près ont également augmenté et, en février, leur niveau était proche de celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

La forte hausse inattendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient à la combinaison de divers facteurs ponctuels,

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible?

L'inflation mesurée par l'IPC global est passée de 2,1 % en juillet 2002 à 4,6 % en février 2003 et se situe en dehors de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation depuis octobre dernier. Lorsque la cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite en mai 2001[1], la Banque s'est engagée à expliquer de tels écarts persistants par rapport au point médian de la fourchette. Parmi les facteurs ayant fait augmenter l'inflation depuis six mois, trois ressortent particulièrement : la poussée des prix de l'énergie, les fortes hausses des primes d'assurance et le fait que l'économie tourne près des limites de sa capacité.

Le resserrement des marchés mondiaux de l'énergie et le vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel qui en a résulté par rapport aux creux relatifs observés à la fin de 2001 et au début de 2002 ont entraîné une ascension marquée des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel au Canada depuis le milieu de 2002. Cette remontée est le principal facteur à l'origine de la hausse qu'a enregistrée l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. La tendance des prix de ces produits énergétiques s'est nettement inversée récemment, et les cours des contrats à terme concernant le pétrole brut laissent présager d'autres baisses durant les prochains mois.

Après être restées stables pendant plusieurs années, les primes d'assurance se sont aussi envolées depuis la fin de 2001, en raison de la forte progression du montant des demandes d'indemnité et du faible rendement affiché par les placements financiers de ce secteur ces deux dernières années. De février 2002 à février 2003, les primes d'assurance automobile et d'assurance habitation se sont accrues respectivement de 30 % et de 11 %. Étant donné que les primes d'assurance représentent presque 4 % du panier de l'IPC, leurs variations ont contribué de façon appréciable à l'accroissement de l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. Les primes d'assurance sont également comprises dans l'indice de référence de la Banque. Leurs augmentations ont été plus vives et plus persistantes que prévu, mais l'on croit toujours que l'incidence de ce facteur sur l'IPC s'atténuera au cours de 2003.

Les pressions s'exerçant sur l'appareil de production ont également été plus intenses que ce qu'on anticipait. Au lendemain des attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux États-Unis, la Banque est intervenue énergiquement en abaissant le taux cible du financement à un jour de 200 points de base entre septembre 2001 et janvier 2002. Cette mesure vigoureuse visait à soutenir la confiance et à prévenir un ralentissement sérieux de l'activité économique. La confiance s'est toutefois vite rétablie, et la forte détente monétaire mise en place s'est traduite par un essor important de la demande, en particulier pour ce qui est des composantes sensibles aux taux d'intérêt. La reprise s'étant produite bien plus tôt que l'on s'y attendait et avec plus de vigueur que prévu, la Banque a resserré sa politique monétaire entre avril et juillet 2002. Au second semestre de l'année, la demande a faibli à l'étranger, mais elle est restée robuste au pays, et l'économie a continué de tourner près des limites de sa capacité. Le niveau élevé de la demande intérieure a poussé certains prix à la hausse, notamment ceux du logement, des soins personnels et de divers services récréatifs. Devant ce contexte, la Banque a recommencé, en mars 2003, à resserrer sa politique.

Dans le présent rapport, la Banque examine les facteurs qui devraient ramener le taux d'inflation à sa cible de 2 % d'ici le début de 2004.

1. Cf. Banque du Canada (2001), p. 7

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a augmenté de façon marquée, sous l'impulsion surtout de l'escalade des cours du pétrole brut.

L'inflation et la cible de 2 %

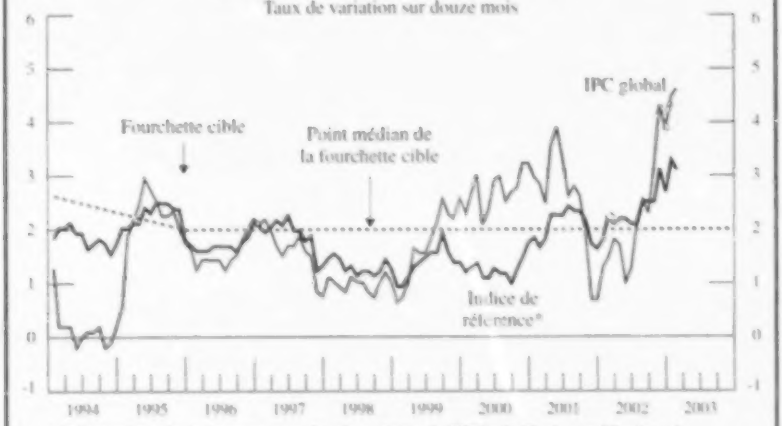
L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire* (Graphique 1)[1]. D'août à octobre 2002, le taux d'accroissement sur 12 mois de cet indice s'était maintenu à 2,5 %. Depuis novembre, il s'est établi en moyenne juste au-dessus de 3 % et se situait à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près ont également augmenté et, en février, leur niveau était proche de celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque…

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

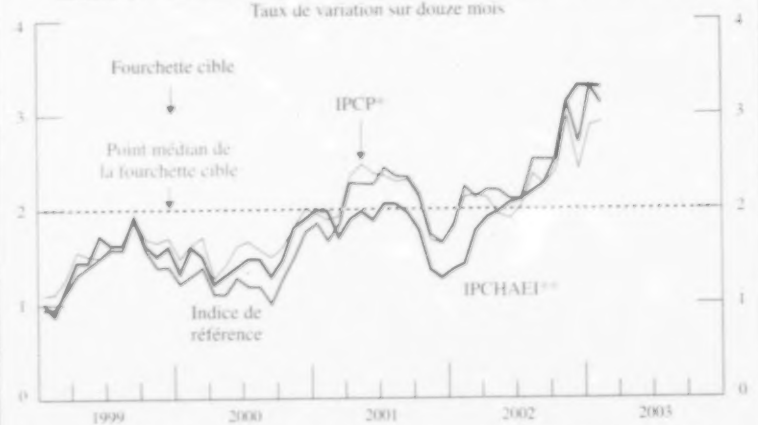
La forte hausse inattendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient à la combinaison de divers facteurs ponctuels,

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

au relèvement du coût d'intrants clés et à la vigueur de la demande intérieure.

Le plus notable des facteurs ponctuels est la très vive montée des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation, qui a fait augmenter considérablement l'inflation; l'ascension de ces primes compte en effet pour environ 1,3 point de pourcentage du taux d'accroissement sur 12 mois de l'indice de référence enregistré en février. Dans bon nombre de secteurs, le renchérissement d'intrants clés comme l'énergie et les céréales exerce des pressions à la hausse sur les prix des biens et services finaux.

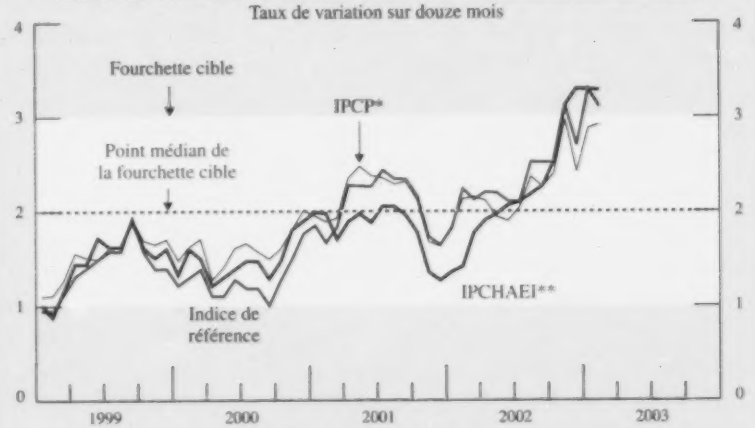
Toutefois, ce qui compte le plus du point de vue de la politique monétaire, ce sont les signes indiquant que la vigueur de la demande intérieure dans certains secteurs est source de tensions sur la capacité de production. Ces tensions ont notamment donné lieu à des hausses prononcées des prix du logement et de certains services. L'opinion selon laquelle l'économie fonctionne près des limites de sa capacité est étayée par le fait que, même si nous retranchons de notre mesure de référence les relèvements des primes d'assurance, le taux d'inflation ainsi calculé se situe à environ 2 %[2].

2. La hausse soudaine des primes d'assurance survient après plusieurs années où les rendements exceptionnels des placements financiers ont aidé à couvrir l'augmentation des demandes d'indemnité et à éviter un relèvement des primes. Si les rendements en question avaient été plus faibles, les primes auraient très probablement amorcé leur ascension plus tôt et, en conséquence, l'inflation mesurée par l'indice de référence pour la période concernée aurait été supérieure à ce qu'elle a été. Dans ce cas, le taux d'augmentation de l'indice de référence serait moins élevé à l'heure actuelle qu'il ne l'est, mais il dépasserait encore les mesures dont sont exclues les primes d'assurance. Il s'agit là d'une autre façon de corriger les données récentes sur l'inflation de la hausse des primes d'assurance afin de mieux évaluer l'inflation sous-jacente.

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

au relèvement du coût d'intrants clés et à la vigueur de la demande intérieure.

Le plus notable des facteurs ponctuels est la très vive montée des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation, qui a fait augmenter considérablement l'inflation; l'ascension de ces primes compte en effet pour environ 1,3 point de pourcentage du taux d'accroissement sur 12 mois de l'indice de référence enregistré en février. Dans bon nombre de secteurs, le renchérissement d'intrants clés comme l'énergie et les céréales exerce des pressions à la hausse sur les prix des biens et services finaux.

Toutefois, ce qui compte le plus du point de vue de la politique monétaire, ce sont les signes indiquant que la vigueur de la demande intérieure dans certains secteurs est source de tensions sur la capacité de production. Ces tensions ont notamment donné lieu à des hausses prononcées des prix du logement et de certains services. L'opinion selon laquelle l'économie fonctionne près des limites de sa capacité est étayée par le fait que, même si nous retranchons de notre mesure de référence les relèvements des primes d'assurance, le taux d'inflation ainsi calculé se situe à environ 2 %[2].

2. La hausse soudaine des primes d'assurance survient après plusieurs années où les rendements exceptionnels des placements financiers ont aidé à couvrir l'augmentation des demandes d'indemnité et à éviter un relèvement des primes. Si les rendements en question avaient été plus faibles, les primes auraient très probablement amorcé leur ascension plus tôt et, en conséquence, l'inflation mesurée par l'indice de référence pour la période concernée aurait été supérieure à ce qu'elle a été. Dans ce cas, le taux d'augmentation de l'indice de référence serait moins élevé à l'heure actuelle qu'il ne l'est, mais il dépasserait encore les mesures dont sont exclues les primes d'assurance. Il s'agit là d'une autre façon de corriger les données récentes sur l'inflation de la hausse des primes d'assurance afin de mieux évaluer l'inflation sous-jacente.

L'effet d'écho des rabais temporaires consentis dans la foulée des événements du 11 septembre 2001 ne se répercute plus sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Si cet effet a contribué à l'augmentation sur 12 mois de cette mesure au quatrième trimestre de 2002, en février 2003, son influence s'était dissipée. Le rétablissement d'un marché de l'électricité réglementé en Ontario a permis de stabiliser les prix à la consommation de ce service public, quoique ceux-ci aient diminué le mois où des remboursements ont été accordés aux usagers de la province[3].

... et le taux d'accroissement de l'IPC global a augmenté considérablement par rapport à celui de l'indice de référence.

Le taux d'augmentation sur 12 mois de l'IPC global s'est établi à 4,6 % en février, soit deux points de pourcentage de plus qu'en août. Cette vive poussée par rapport au taux d'accroissement de l'indice de référence tient en grande partie à la majoration substantielle des prix à la consommation de l'essence et du mazout. Les craintes persistantes d'une interruption des approvisionnements au Proche-Orient sont venues s'ajouter aux perturbations récentes des exportations de pétrole du Venezuela et à la chute consécutive des réserves américaines de pétrole, provoquant un autre renchérissement marqué du pétrole brut, qui a pris fin à la mi-mars. À ce moment, l'atténuation de la menace d'une longue interruption de la production de pétrole iraquien a entraîné un repli des cours du brut. La hausse des prix à la consommation du gaz naturel, qui reflète à la fois celle des frais de transport et le renforcement de la demande liée aux froids inhabituels enregistrés en Amérique du Nord, a également contribué au bond récent de l'inflation mesurée par l'IPC global.

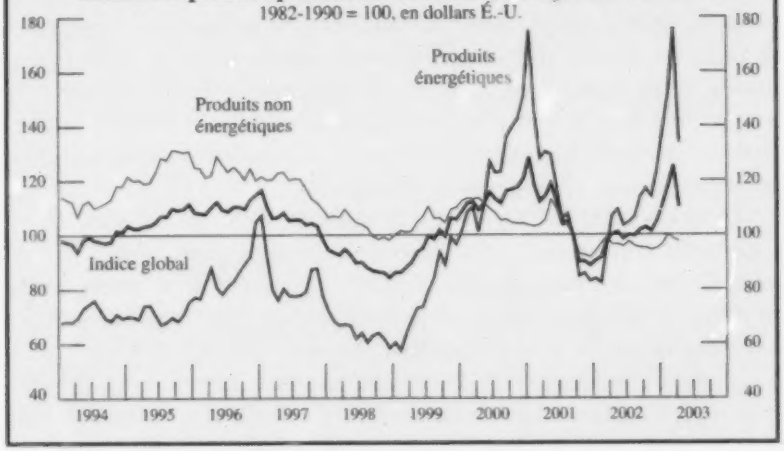
Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont aussi augmenté depuis l'automne dernier (Graphique 3). La vigueur de la demande en Chine a favorisé un relèvement des prix des métaux communs, tandis que les prix du bétail et de la pâte se sont redressés face à la contraction de l'offre. La dépréciation que le dollar américain a connue ces derniers temps vis-à-vis de la plupart des autres grandes monnaies a également concouru à la montée des prix en dollars É.-U. des produits de base[4].

3. Un deuxième remboursement est prévu, ce qui devrait faire baisser les prix de l'électricité en Ontario au deuxième trimestre et pourrait occasionner un recul temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence.
4. Les produits de base sont généralement facturés en dollars É.-U. Ainsi, une dépréciation de la monnaie américaine fait diminuer leurs prix en d'autres devises, ce qui stimule la demande de produits de base et exerce des pressions à la hausse sur leurs prix en dollars É.-U.

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a diminué au second semestre de 2002 pour s'établir un peu en dessous de celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 %.

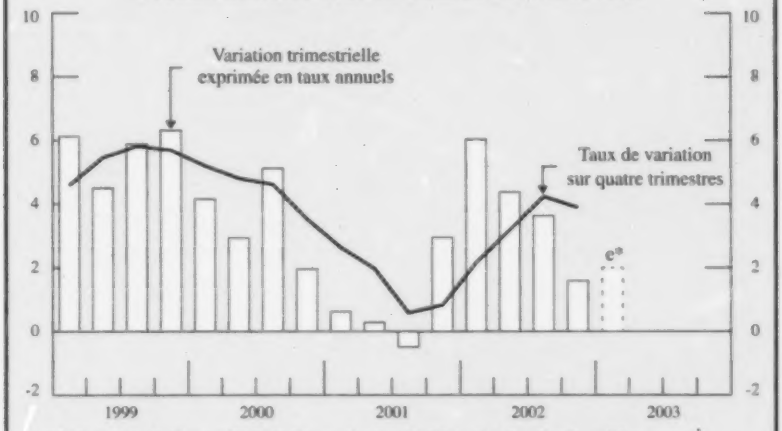
Au deuxième semestre de 2002 et durant les premiers mois de 2003, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence rapide observée antérieurement. Après avoir atteint 5,2 % en rythme annuel au premier semestre de 2002, le taux de croissance du PIB réel est redescendu à 2,6 % dans la seconde moitié de l'année, ce qui est légèrement inférieur à celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 % (Graphique 4). Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi donnent à penser que le PIB réel a progressé d'environ 2 % au premier trimestre de 2003.

Les exportations canadiennes ont accusé un recul vers la fin de 2002, après avoir affiché de solides gains plus tôt durant l'année.

Les exportations canadiennes, qui avaient connu une remontée substantielle au cours des neuf premiers mois de 2002, ont reculé au quatrième trimestre et au début de 2003 sous l'effet de la baisse de régime de l'économie américaine. La contribution de l'accumulation des stocks à la croissance du PIB réel s'est grandement atténuée au deuxième semestre, et l'incertitude accrue qui pesait sur les perspectives économiques a entraîné de modestes réductions des investissements des entreprises vers la fin de l'année. Parallèlement, la forte détente monétaire créée par les bas taux d'intérêt ainsi que les gains considérables enregistrés aux chapitres de l'emploi et des revenus réels ont favorisé la poursuite de l'essor de la dépense des ménages au second semestre de l'année dernière et au premier trimestre de 2003 (Graphique 5).

Graphique 4

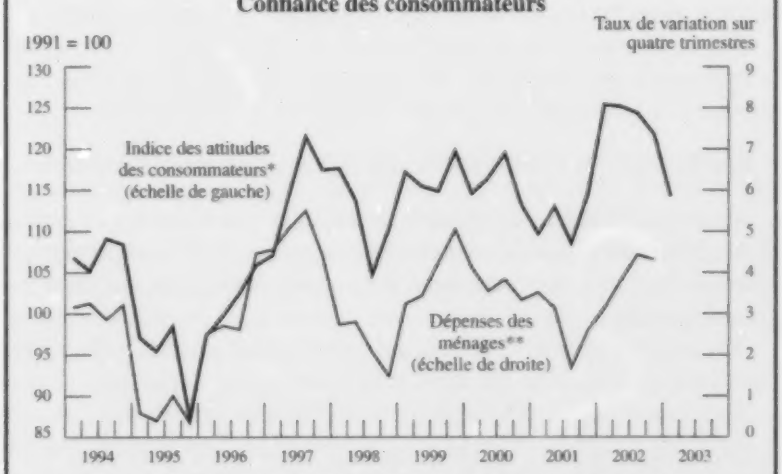
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Graphique 5

Confiance des consommateurs



* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes = 1er trimestre 2003)

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

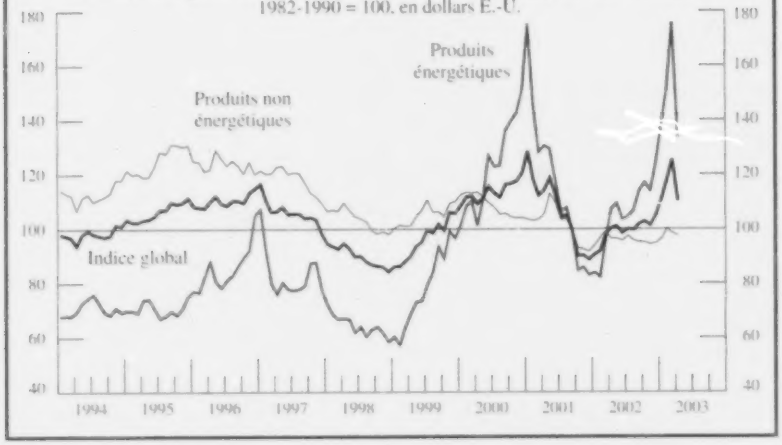
La demande dans les pays d'outre-mer et aux États-Unis s'est avérée plus faible qu'on ne l'avait projeté. Le ralentissement marqué que l'économie des États-Unis a subi au dernier trimestre de 2002, après une expansion robuste au troisième trimestre, est attribuable à un essoufflement de la dépense des ménages et à une vive dégradation de la balance commerciale (Graphique 6). Cependant, les investissements fixes des entreprises ont augmenté pour la première fois en deux ans durant les trois derniers mois de

Parallèlement, la dépense des ménages a maintenu sa forte progression au second semestre de 2002.

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a diminué au second semestre de 2002 pour s'établir un peu en dessous de celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 %.

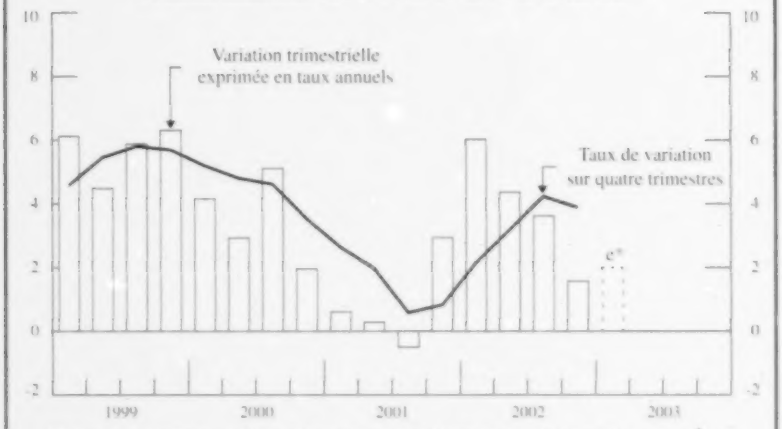
Au deuxième semestre de 2002 et durant les premiers mois de 2003, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence rapide observée antérieurement. Après avoir atteint 5,2 % en rythme annuel au premier semestre de 2002, le taux de croissance du PIB réel est redescendu à 2,6 % dans la seconde moitié de l'année, ce qui est légèrement inférieur à celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 % (Graphique 4). Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi donnent à penser que le PIB réel a progressé d'environ 2 % au premier trimestre de 2003.

Les exportations canadiennes ont accusé un recul vers la fin de 2002, après avoir affiché de solides gains plus tôt durant l'année.

Les exportations canadiennes, qui avaient connu une remontée substantielle au cours des neuf premiers mois de 2002, ont reculé au quatrième trimestre et au début de 2003 sous l'effet de la baisse de régime de l'économie américaine. La contribution de l'accumulation des stocks à la croissance du PIB réel s'est grandement atténuée au deuxième semestre, et l'incertitude accrue qui pesait sur les perspectives économiques a entraîné de modestes réductions des investissements des entreprises vers la fin de l'année. Parallèlement, la forte détente monétaire créée par les bas taux d'intérêt ainsi que les gains considérables enregistrés aux chapitres de l'emploi et des revenus réels ont favorisé la poursuite de l'essor de la dépense des ménages au second semestre de l'année dernière et au premier trimestre de 2003 (Graphique 5).

Graphique 4

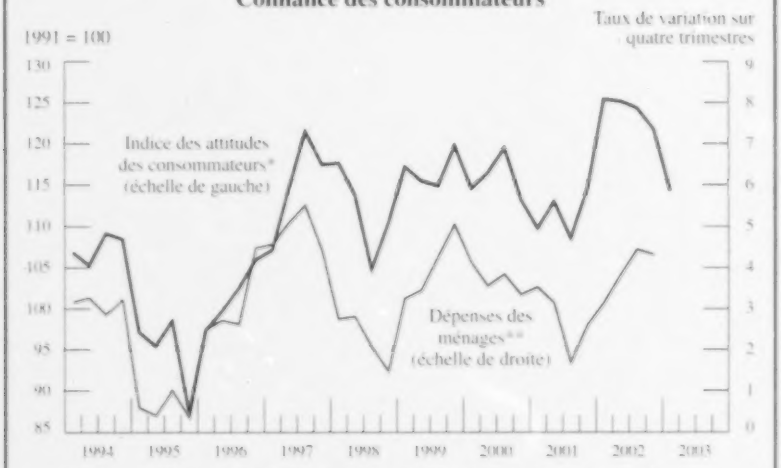
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Graphique 5

Confiance des consommateurs



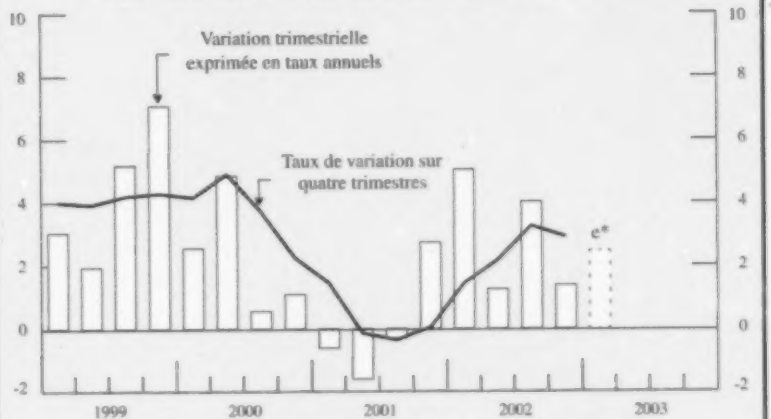
* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes = 1er trimestre 2003)
** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

La demande dans les pays d'outre-mer et aux États-Unis s'est avérée plus faible qu'on ne l'avait projeté. Le ralentissement marqué que l'économie des États-Unis a subi au dernier trimestre de 2002, après une expansion robuste au troisième trimestre, est attribuable à un essoufflement de la dépense des ménages et à une vive dégradation de la balance commerciale (Graphique 6). Cependant, les investissements fixes des entreprises ont augmenté pour la première fois en deux ans durant les trois derniers mois de

Parallèlement, la dépense des ménages a maintenu sa forte progression au second semestre de 2002.

Graphique 6

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

l'année et devraient avoir continué sur cette voie au premier trimestre de 2003. En outre, malgré le renchérissement du pétrole, la détérioration de la confiance des ménages et le mauvais temps qui a sévi en février dans la partie nord-est du pays, on estime que la croissance des dépenses de consommation aux États-Unis s'est raffermie quelque peu au premier trimestre de cette année.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le niveau de l'activité au Canada est demeuré près des limites de la capacité de production de l'économie depuis le début de 2002.

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, l'économie fonctionnerait très près des limites de sa capacité (Graphique 7).

Plusieurs autres indicateurs confortent cette estimation, notamment la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada, le ratio des bénéfices au PIB et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre du sondage mené par les bureaux régionaux de la Banque.

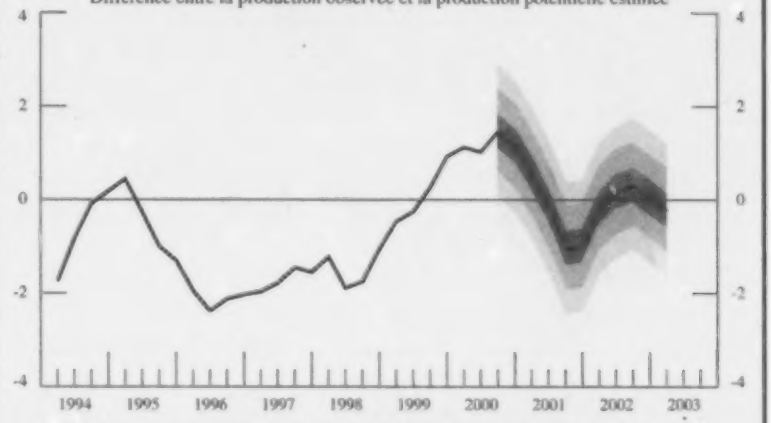
Les pressions dont les capacités font l'objet continuent d'être spécialement manifestes sur le marché du logement. Depuis le début de 2002, le faible taux d'inoccupation des unités d'habitation a provoqué un relèvement assez prononcé des prix, tant sur le marché des maisons neuves que sur celui de la revente.

Parallèlement, certains indicateurs du marché du travail donnent à penser que la marge de ressources inutilisées pourrait être un peu plus importante que ne laisse supposer la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse appréciable que connaît l'emploi depuis le début de 2002 a été satisfaite en

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2003 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

grande partie par un accroissement de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent la forte montée du taux d'activité et l'absence de pressions ascendantes sur les augmentations de salaire.

Dans l'ensemble, les facteurs mentionnés ci-dessus ainsi que les taux d'inflation plus élevés que prévu portent à croire que l'économie tourne actuellement un peu plus près des limites de sa capacité que la Banque ne le croyait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Qui plus est, la Banque est d'avis que le niveau de l'activité économique au pays se trouve proche de ces limites depuis le début de 2002.

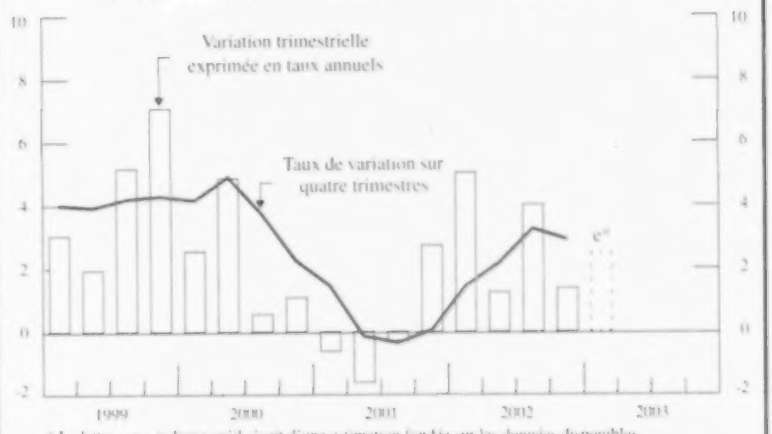
La maîtrise des coûts

L'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises révèlent toutes deux que le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne aurait diminué à la fin de 2002, pour se situer entre 2,0 et 2,5 % (Graphiques 8 et 9). Le taux d'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises s'est néanmoins inscrit en hausse au quatrième trimestre, sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité observé durant l'année, pour atteindre environ 1,5 % (Graphique 9).

Sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité du travail, le taux d'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est inscrit en hausse, pour atteindre environ 1,5 % à la fin de l'année.

Graphique 6

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

l'année et devraient avoir continué sur cette voie au premier trimestre de 2003. En outre, malgré le renchérissement du pétrole, la détérioration de la confiance des ménages et le mauvais temps qui a sévi en février dans la partie nord-est du pays, on estime que la croissance des dépenses de consommation aux États-Unis s'est raffermie quelque peu au premier trimestre de cette année.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le niveau de l'activité au Canada est demeuré près des limites de la capacité de production de l'économie depuis le début de 2002.

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, l'économie fonctionnerait très près des limites de sa capacité (Graphique 7).

Plusieurs autres indicateurs confortent cette estimation, notamment la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada, le ratio des bénéfices au PIB et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre du sondage mené par les bureaux régionaux de la Banque.

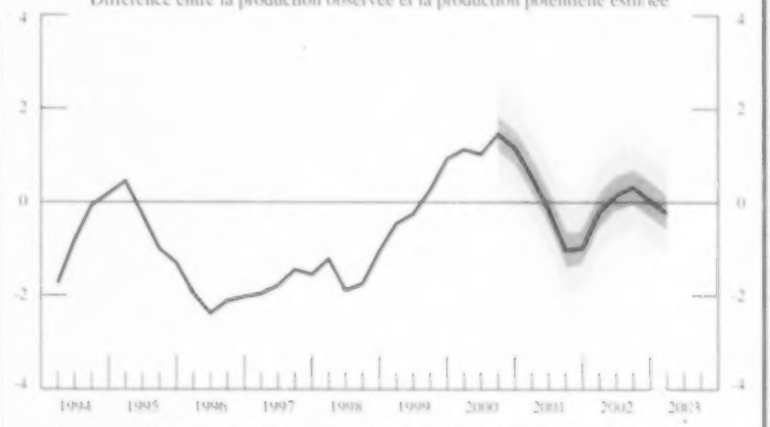
Les pressions dont les capacités font l'objet continuent d'être spécialement manifestes sur le marché du logement. Depuis le début de 2002, le faible taux d'inoccupation des unités d'habitation a provoqué un relèvement assez prononcé des prix, tant sur le marché des maisons neuves que sur celui de la revente.

Parallèlement, certains indicateurs du marché du travail donnent à penser que la marge de ressources inutilisées pourrait être un peu plus importante que ne laisse supposer la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse appréciable que connaît l'emploi depuis le début de 2002 a été satisfaite en

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2003 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

grande partie par un accroissement de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent la forte montée du taux d'activité et l'absence de pressions ascendantes sur les augmentations de salaire.

Dans l'ensemble, les facteurs mentionnés ci-dessus ainsi que les taux d'inflation plus élevés que prévu portent à croire que l'économie tourne actuellement un peu plus près des limites de sa capacité que la Banque ne le croyait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Qui plus est, la Banque est d'avis que le niveau de l'activité économique au pays se trouve proche de ces limites depuis le début de 2002.

La maîtrise des coûts

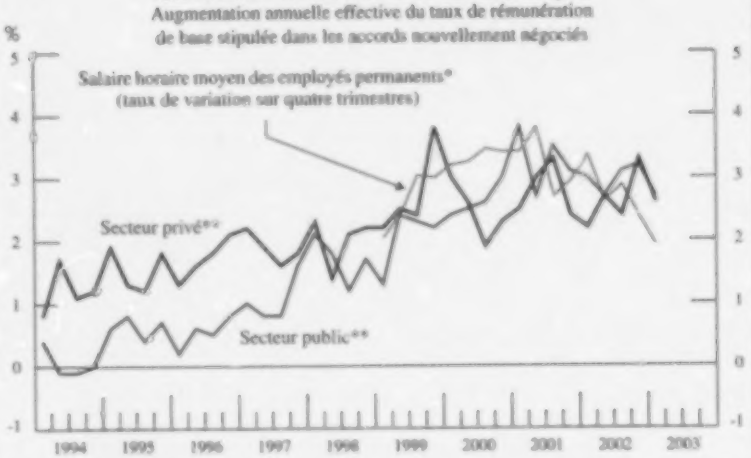
L'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises révèlent toutes deux que le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne aurait diminué à la fin de 2002, pour se situer entre 2,0 et 2,5 % (Graphiques 8 et 9). Le taux d'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises s'est néanmoins inscrit en hausse au quatrième trimestre, sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité observé durant l'année, pour atteindre environ 1,5 % (Graphique 9).

Sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité du travail, le taux d'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est inscrit en hausse, pour atteindre environ 1,5 % à la fin de l'année.

Graphique 8

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

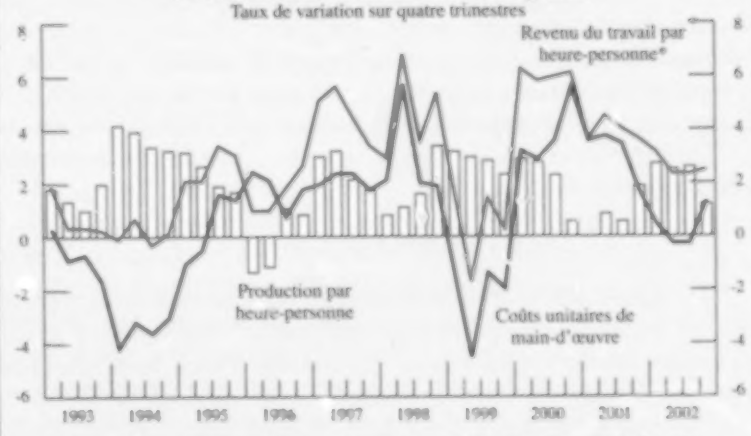


* Source : Statistique Canada, *Information population active* (données les plus récentes = mars 2003)
** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes = janvier 2003)

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Le crédit aux entreprises et aux ménages

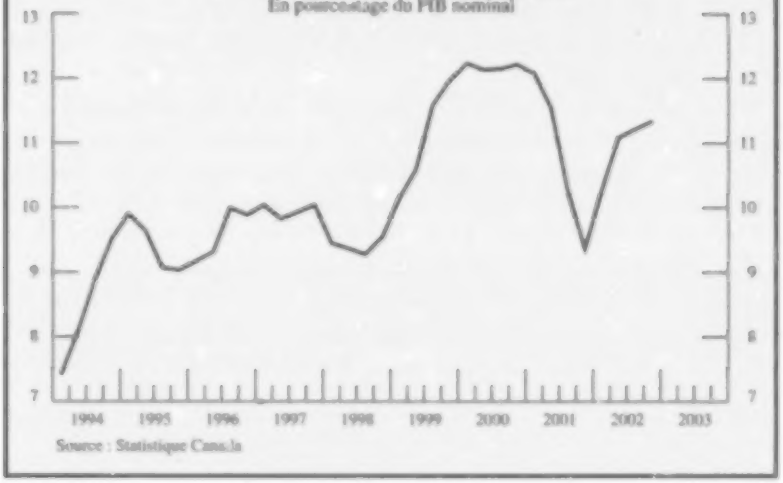
La demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une lente progression...

Sous l'effet conjugué des bénéfices élevés des sociétés (Graphique 10) et de la propension de celles-ci à différer certains investissements vu l'incertitude économique et géopolitique, la demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une très lente progression au cours des derniers mois (Graphique 11). Le crédit à long terme aux sociétés s'est accru à un rythme modéré à la faveur de l'émission de parts de fiducies de revenu, tandis que celui à court terme a poursuivi son repli. Quant aux banques, elles demeurent prudentes dans leur octroi de prêts aux entreprises à risque.

Graphique 10

Bénéfices des sociétés avant impôts

En pourcentage du PIB nominal



Source : Statistique Canada

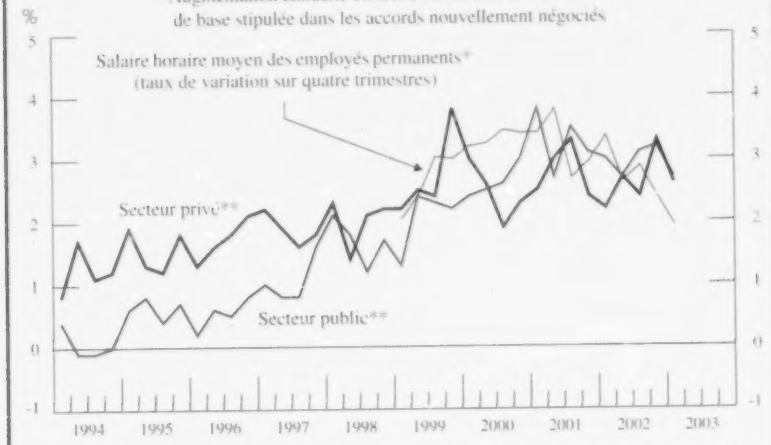
Dans la plupart des cas, les écarts entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État se sont rétrécis par rapport au sommet atteint en octobre 2002, bien que l'on ait observé récemment des élargissements attribuables aux inquiétudes propres à certains secteurs (Graphique 12). Les écarts restent toutefois supérieurs à leurs moyennes historiques, surtout en ce qui concerne les titres de moindre qualité.

Les cours boursiers se sont redressés après avoir touché un creux en octobre dernier, mais ils sont encore sensibles à l'évolution de la situation géopolitique. La volatilité s'est accentuée sur ces marchés en mars, puis elle s'est atténuée récemment. Le faible volume des

Graphique 8

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

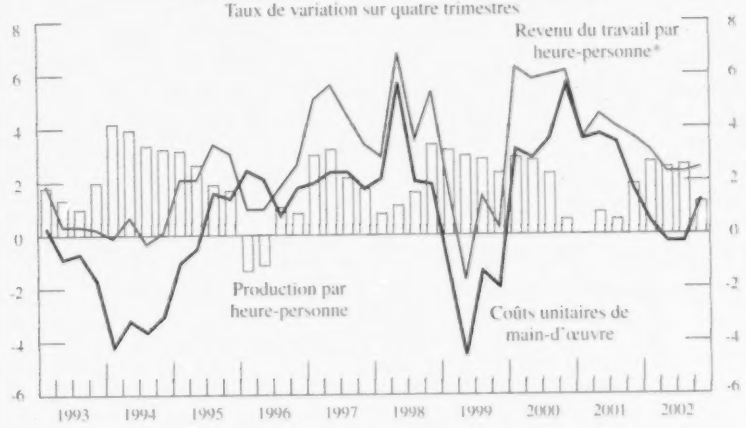


* Source : Statistique Canada, *Information population active* (données les plus récentes = mars 2003)
** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes = janvier 2003)

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Le crédit aux entreprises et aux ménages

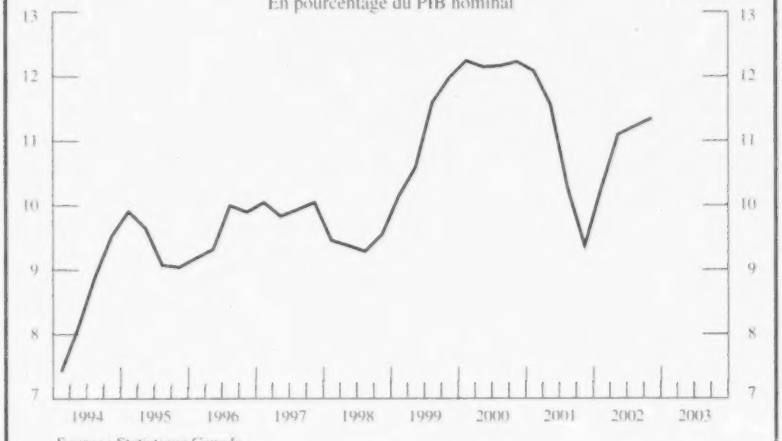
La demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une lente progression...

Sous l'effet conjugué des bénéfices élevés des sociétés (Graphique 10) et de la propension de celles-ci à différer certains investissements vu l'incertitude économique et géopolitique, la demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une très lente progression au cours des derniers mois (Graphique 11). Le crédit à long terme aux sociétés s'est accru à un rythme modéré à la faveur de l'émission de parts de fiducies de revenu, tandis que celui à court terme a poursuivi son repli. Quant aux banques, elles demeurent prudentes dans leur octroi de prêts aux entreprises à risque.

Graphique 10

Bénéfices des sociétés avant impôts

En pourcentage du PIB nominal



Source : Statistique Canada

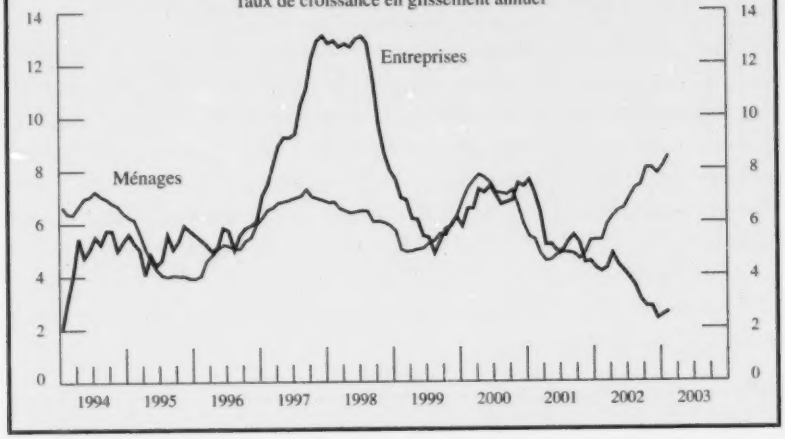
Dans la plupart des cas, les écarts entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État se sont rétrécis par rapport au sommet atteint en octobre 2002, bien que l'on ait observé récemment des élargissements attribuables aux inquiétudes propres à certains secteurs (Graphique 12). Les écarts restent toutefois supérieurs à leurs moyennes historiques, surtout en ce qui concerne les titres de moindre qualité.

Les cours boursiers se sont redressés après avoir touché un creux en octobre dernier, mais ils sont encore sensibles à l'évolution de la situation géopolitique. La volatilité s'est accentuée sur ces marchés en mars, puis elle s'est atténuée récemment. Le faible volume des

Graphique 11

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



émissions d'actions dénote un manque d'intérêt des investisseurs pour les nouveaux titres et un contexte difficile pour les emprunteurs à risque élevé.

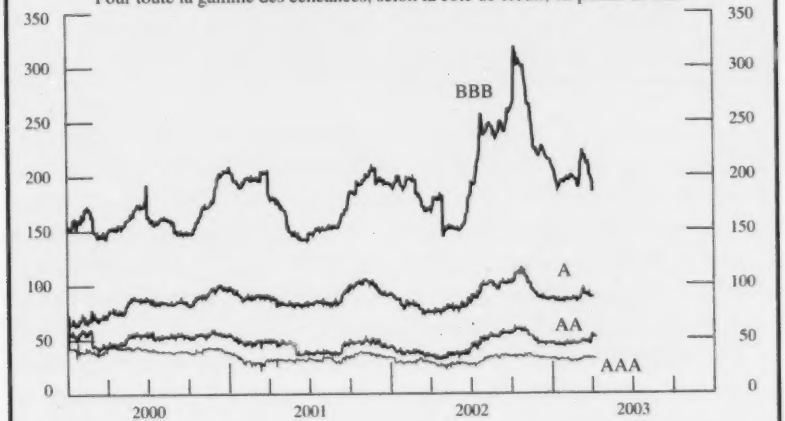
... alors que le crédit aux ménages continue de connaître une croissance importante.

L'évolution du crédit aux ménages contraste fortement avec celle du crédit aux entreprises par sa croissance importante, favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt et la vigueur de l'emploi. Même si les ménages augmentent leur endettement, leur situation

Graphique 12

Écart entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État au Canada

Pour toute la gamme des échéances, selon la cote de crédit; en points de base



Source : Merrill Lynch

financière demeure saine et ne constitue pas un frein à leur consommation. La hausse de l'endettement a été partiellement contrebalancée par celle des revenus et, grâce aux taux d'intérêt très bas, le ratio du service de la dette demeure modeste par comparaison aux chiffres enregistrés dans le passé. Il semble donc que l'effet de freinage qu'aurait le relèvement des taux d'intérêt sur la consommation ne serait pas considérablement amplifié par la taille ou la composition de la dette des ménages (Encadré 1). De plus, le renchérissement des maisons continue de neutraliser les pertes en capital sur les titres boursiers, contribuant ainsi à la solidité financière des ménages.

Les mesures de politique monétaire

Aux dates d'annonce préétablies d'octobre et de décembre 2002, la Banque a décidé de laisser son taux directeur inchangé en raison de l'affaiblissement de l'économie mondiale et des incertitudes pesant sur les scènes économique, financière et géopolitique. Même si elle n'a pas modifié le taux directeur en janvier, la Banque a précisé, dans le communiqué publié à cette occasion, qu'elle était d'avis, compte tenu de la hausse plus importante que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par l'IPC global, que l'économie tournait sans doute plus près des limites de sa capacité qu'elle ne l'avait d'abord cru. Aux dates d'annonce de mars et d'avril, elle a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 3,25 %. Ces décisions ont été prises devant la persistance de taux d'inflation élevés, les prévisions selon lesquelles l'économie canadienne demeurera près des limites de sa capacité et le caractère expansionniste de la politique monétaire (Graphique 13).

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'octobre :

16 octobre — aucune modification

3 décembre — aucune modification

21 janvier — aucune modification

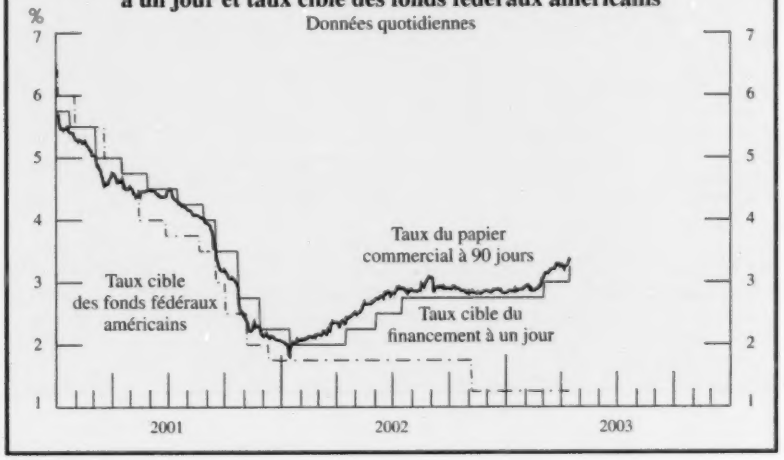
4 mars — haussé de 25 points de base à 3,0 %

15 avril — haussé de 25 points de base à 3,25 %

Graphique 13

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

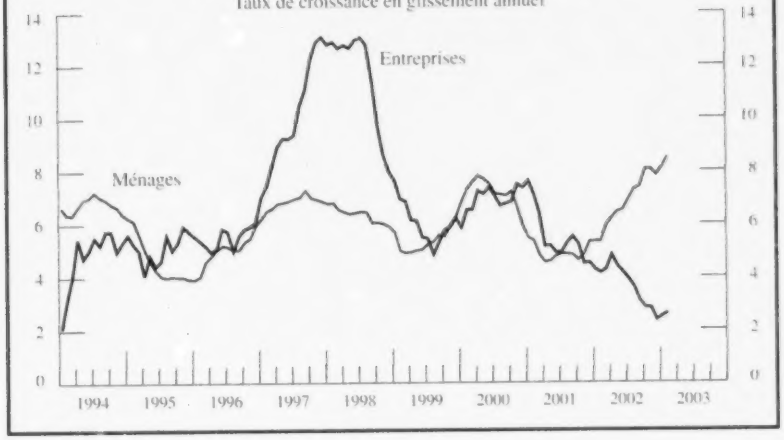
Données quotidiennes



Graphique 11

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



émissions d'actions dénote un manque d'intérêt des investisseurs pour les nouveaux titres et un contexte difficile pour les emprunteurs à risque élevé.

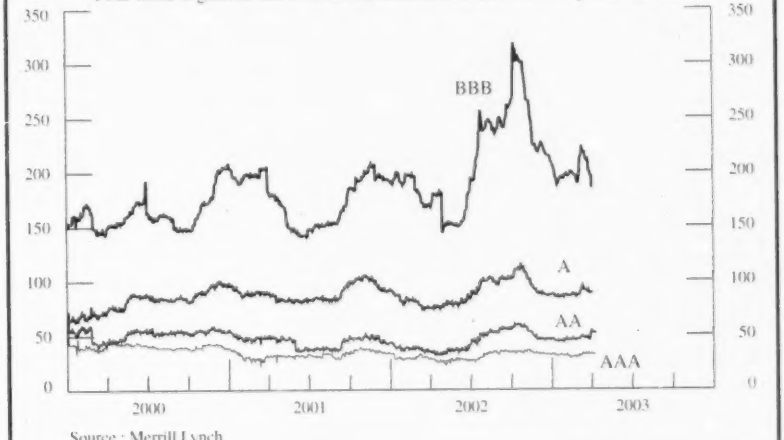
... alors que le crédit aux ménages continue de connaître une croissance importante.

L'évolution du crédit aux ménages contraste fortement avec celle du crédit aux entreprises par sa croissance importante, favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt et la vigueur de l'emploi. Même si les ménages augmentent leur endettement, leur situation

Graphique 12

Écart entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État au Canada

Pour toute la gamme des échéances, selon la cote de crédit; en points de base



Source : Merrill Lynch

financière demeure saine et ne constitue pas un frein à leur consommation. La hausse de l'endettement a été partiellement contrebalancée par celle des revenus et, grâce aux taux d'intérêt très bas, le ratio du service de la dette demeure modeste par comparaison aux chiffres enregistrés dans le passé. Il semble donc que l'effet de freinage qu'aurait le relèvement des taux d'intérêt sur la consommation ne serait pas considérablement amplifié par la taille ou la composition de la dette des ménages (Encadré 1). De plus, le renchérissement des maisons continue de neutraliser les pertes en capital sur les titres boursiers, contribuant ainsi à la solidité financière des ménages.

Les mesures de politique monétaire

Aux dates d'annonce préétablies d'octobre et de décembre 2002, la Banque a décidé de laisser son taux directeur inchangé en raison de l'affaiblissement de l'économie mondiale et des incertitudes pesant sur les scènes économique, financière et géopolitique. Même si elle n'a pas modifié le taux directeur en janvier, la Banque a précisé, dans le communiqué publié à cette occasion, qu'elle était d'avis, compte tenu de la hausse plus importante que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par l'IPC global, que l'économie tournait sans doute plus près des limites de sa capacité qu'elle ne l'avait d'abord cru. Aux dates d'annonce de mars et d'avril, elle a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 3,25 %. Ces décisions ont été prises devant la persistance de taux d'inflation élevés, les prévisions selon lesquelles l'économie canadienne demeurera près des limites de sa capacité et le caractère expansionniste de la politique monétaire (Graphique 13).

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'octobre :

16 octobre — aucune modification

3 décembre — aucune modification

21 janvier — aucune modification

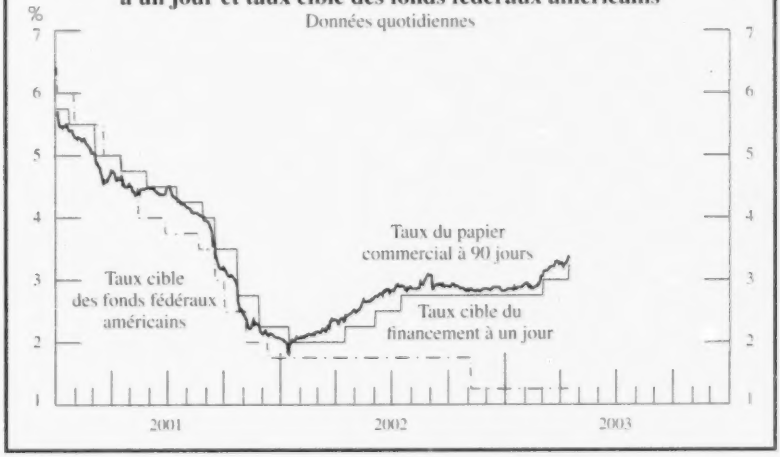
4 mars — haussé de 25 points de base à 3,0 %

15 avril — haussé de 25 points de base à 3,25 %

Graphique 13

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

Données quotidiennes



Encadré 1

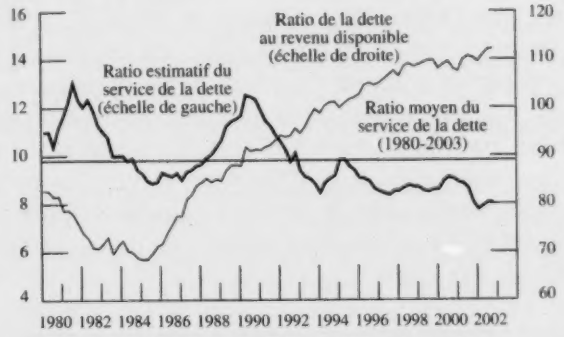
Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages

Les ménages ont accéléré le rythme de leur endettement durant l'année dernière, en réaction notamment au maintien des taux d'intérêt à de bas niveaux. Depuis le milieu des années 1990, le crédit à la consommation (c.-à-d. les prêts non hypothécaires) s'est accru rapidement — en particulier les lignes de crédit à taux variable, qui sont devenues de plus en plus populaires. Il représente maintenant 31 % de la dette des ménages, contre 25 % en 1994. Le très faible niveau des taux d'intérêt à court terme a aussi permis aux bailleurs de fonds de promouvoir plus activement les prêts hypothécaires à taux variable, et ceux-ci ont gagné en popularité parmi les ménages.

Étant donné l'accroissement de l'endettement et la vogue grandissante des prêts à taux variable, il y a lieu de se demander si une hausse des taux d'intérêt se répercuterait sur les ménages plus fortement et plus rapidement que dans le passé. Un facteur limite néanmoins l'effet de telles augmentations sur le service de la dette : puisque les prêts hypothécaires à taux variable imposent généralement un plafond aux mensualités, les variations de taux influent surtout sur le rythme de remboursement du principal. En outre, une proportion importante des emprunts des ménages continuent d'être contractés à des taux fixes pour une période de 3 à 5 ans.

Une mesure du coût de l'endettement des ménages est la part du revenu disponible consacrée aux paiements d'intérêts sur la dette. Une hausse du ratio du service de la dette liée à une montée des taux d'intérêt aurait tendance à soustraire des sommes qui auraient été consacrées autrement à la consommation et à réduire l'accès de certains ménages au crédit.

Fardeau de la dette des ménages



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Le ratio estimatif du service de la dette se situe actuellement à des niveaux historiquement bas parce que l'incidence de la croissance de la dette des ménages a été largement compensée par l'effet conjugué de l'élévation des revenus et du recul des taux d'intérêt (voir le graphique). L'une des raisons en est que le faible niveau des taux des emprunts à taux fixe et à plus long terme a permis une baisse du coût des nouveaux prêts hypothécaires et de leur renouvellement. De plus, les taux à court terme étant de loin inférieurs aux taux à long terme, le recours accru aux emprunts à taux variable a eu tendance à réduire encore davantage le service de la dette. D'autres mesures du ratio du service de la dette, qui englobent le remboursement du principal (estimé à partir de diverses hypothèses concernant l'échéance moyenne de la dette des ménages), sont stationnaires depuis plusieurs années et se situent également bien en deçà des sommets atteints au début des années 1990.

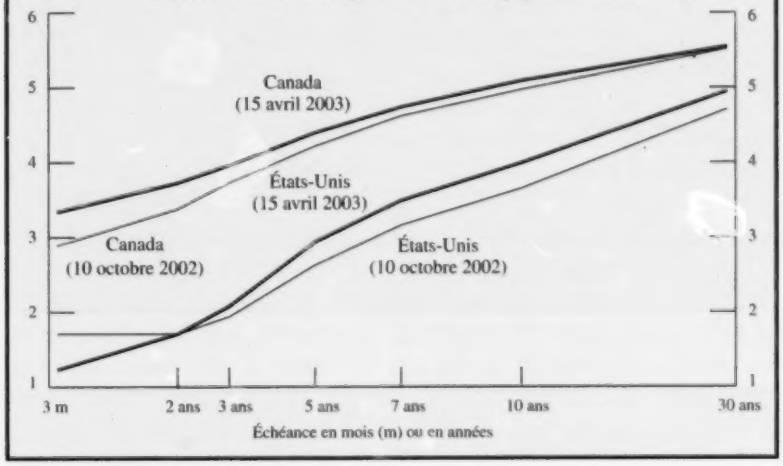
Il est probable que l'emploi plus répandu des prêts à taux variable a accru l'incidence éventuelle des taux d'intérêt à court terme sur les dépenses de consommation. Mais une augmentation des taux d'intérêt n'entraînerait ni une dégradation prononcée de la solvabilité des ménages, vu le bas niveau actuel du ratio du service de la dette, ni une forte baisse de leurs fonds disponibles. Elle ne devrait donc pas amener les ménages à sabrer dans leurs dépenses.

Depuis octobre, la courbe de rendement au Canada a continué de s'aplatir (Graphique 14). Les taux à court terme pratiqués sur les marchés ont grimpé, se faisant l'écho non seulement de la hausse affichée par le taux directeur, mais également des attentes de nouvelles majorations de ce taux. Les taux à moyen et à long terme sont, pour leur part, demeurés relativement stables. Par contraste, la pente de la courbe de rendement aux États-Unis s'est accentuée, le repli des taux d'intérêt américains à court terme indiquant que les marchés s'attendent à une baisse des taux directeurs dans un avenir rapproché.

Graphique 14

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et du papier commercial



Le taux de change et les conditions monétaires

Le dollar canadien se négociait récemment à plus de 68 cents américains, son plus haut niveau en trois ans (Graphique 15). Parmi les facteurs fondamentaux qui le soutiennent vis-à-vis du dollar américain, mentionnons une économie interne robuste, des écarts avantageux en matière de taux d'intérêt et la fermeté des prix des produits de base. Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, il s'est apprécié de 8,2 % en moyenne par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux. Au cours de cette période, le dollar américain s'est beaucoup affaibli vis-à-vis des autres grandes monnaies, notamment l'euro et le franc suisse. Ces monnaies ont profité du mouvement vers les valeurs refuges suscité par le climat d'incertitude qui prédominait.

Encadré 1

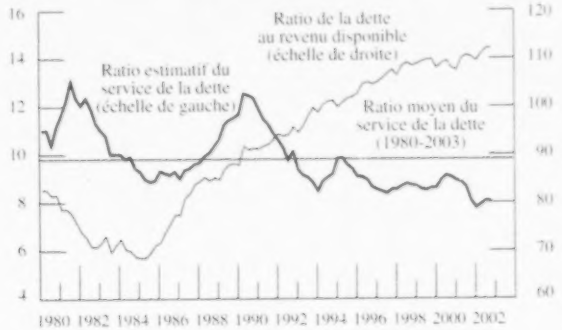
Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages

Les ménages ont accéléré le rythme de leur endettement durant l'année dernière, en réaction notamment au maintien des taux d'intérêt à de bas niveaux. Depuis le milieu des années 1990, le crédit à la consommation (c.-à-d. les prêts non hypothécaires) s'est accru rapidement — en particulier les lignes de crédit à taux variable, qui sont devenues de plus en plus populaires. Il représente maintenant 31 % de la dette des ménages, contre 25 % en 1994. Le très faible niveau des taux d'intérêt à court terme a aussi permis aux bailleurs de fonds de promouvoir plus activement les prêts hypothécaires à taux variable, et ceux-ci ont gagné en popularité parmi les ménages.

Étant donné l'accroissement de l'endettement et la vogue grandissante des prêts à taux variable, il y a lieu de se demander si une hausse des taux d'intérêt se répercuterait sur les ménages plus fortement et plus rapidement que dans le passé. Un facteur limite néanmoins l'effet de telles augmentations sur le service de la dette : puisque les prêts hypothécaires à taux variable imposent généralement un plafond aux mensualités, les variations de taux influent surtout sur le rythme de remboursement du principal. En outre, une proportion importante des emprunts des ménages continuent d'être contractés à des taux fixes pour une période de 3 à 5 ans.

Une mesure du coût de l'endettement des ménages est la part du revenu disponible consacrée aux paiements d'intérêts sur la dette. Une hausse du ratio du service de la dette liée à une montée des taux d'intérêt aurait tendance à soustraire des sommes qui auraient été consacrées autrement à la consommation et à réduire l'accès de certains ménages au crédit.

Fardeau de la dette des ménages



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Le ratio estimatif du service de la dette se situe actuellement à des niveaux historiquement bas parce que l'incidence de la croissance de la dette des ménages a été largement compensée par l'effet conjugué de l'élévation des revenus et du recul des taux d'intérêt (voir le graphique). L'une des raisons en est que le faible niveau des taux des emprunts à taux fixe et à plus long terme a permis une baisse du coût des nouveaux prêts hypothécaires et de leur renouvellement. De plus, les taux à court terme étant de loin inférieurs aux taux à long terme, le recours accru aux emprunts à taux variable a eu tendance à réduire encore davantage le service de la dette. D'autres mesures du ratio du service de la dette, qui englobent le remboursement du principal (estimé à partir de diverses hypothèses concernant l'échéance moyenne de la dette des ménages), sont stationnaires depuis plusieurs années et se situent également bien en deçà des sommets atteints au début des années 1990.

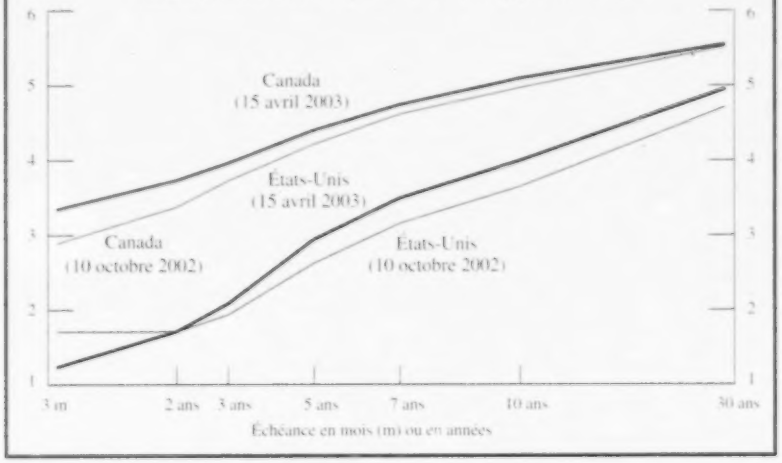
Il est probable que l'emploi plus répandu des prêts à taux variable a accru l'incidence éventuelle des taux d'intérêt à court terme sur les dépenses de consommation. Mais une augmentation des taux d'intérêt n'entraînerait ni une dégradation prononcée de la solvabilité des ménages, vu le bas niveau actuel du ratio du service de la dette, ni une forte baisse de leurs fonds disponibles. Elle ne devrait donc pas amener les ménages à sabrer dans leurs dépenses.

Depuis octobre, la courbe de rendement au Canada a continué de s'aplatir (Graphique 14). Les taux à court terme pratiqués sur les marchés ont grimpé, se faisant l'écho non seulement de la hausse affichée par le taux directeur, mais également des attentes de nouvelles majorations de ce taux. Les taux à moyen et à long terme sont, pour leur part, demeurés relativement stables. Par contraste, la pente de la courbe de rendement aux États-Unis s'est accentuée, le repli des taux d'intérêt américains à court terme indiquant que les marchés s'attendent à une baisse des taux directeurs dans un avenir rapproché.

Graphique 14

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et du papier commercial



Le taux de change et les conditions monétaires

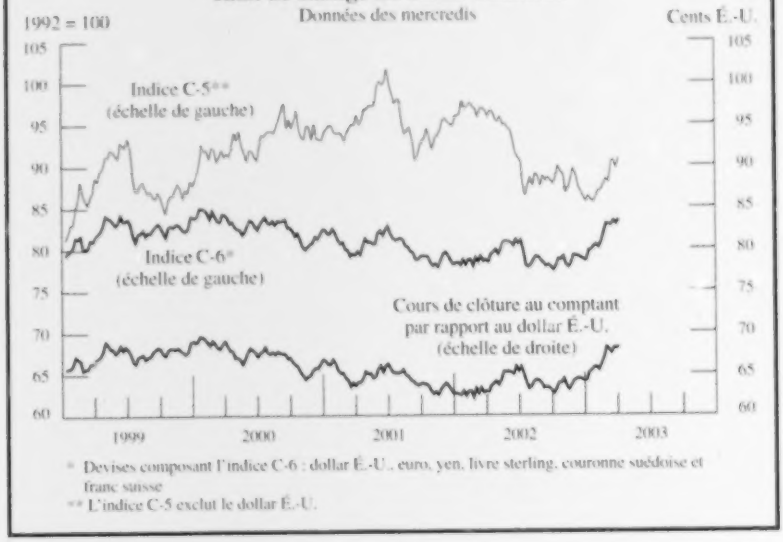
Le dollar canadien se négociait récemment à plus de 68 cents américains, son plus haut niveau en trois ans (Graphique 15). Parmi les facteurs fondamentaux qui le soutiennent vis-à-vis du dollar américain, mentionnons une économie interne robuste, des écarts avantageux en matière de taux d'intérêt et la fermeté des prix des produits de base. Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, il s'est apprécié de 8,2 % en moyenne par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux. Au cours de cette période, le dollar américain s'est beaucoup affaibli vis-à-vis des autres grandes monnaies, notamment l'euro et le franc suisse. Ces monnaies ont profité du mouvement vers les valeurs refuges suscité par le climat d'incertitude qui prédominait.

L'indice des conditions monétaires de la Banque a fortement progressé depuis la publication du *Rapport* d'octobre, en raison de la hausse du taux cible du financement à un jour et de l'appréciation du dollar canadien (Graphique 16).

Graphique 15

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



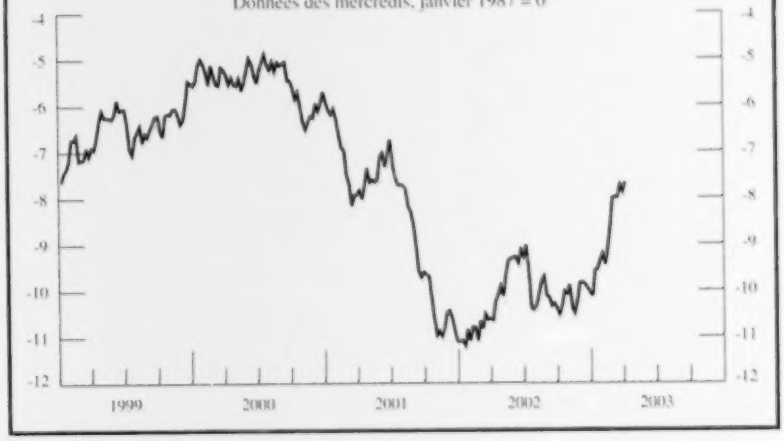
* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

Graphique 16

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

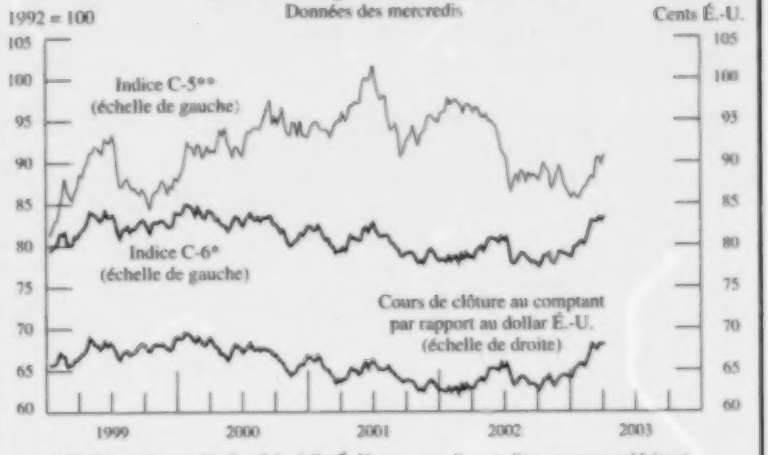


L'indice des conditions monétaires de la Banque a fortement progressé depuis la publication du *Rapport* d'octobre, en raison de la hausse du taux cible du financement à un jour et de l'appréciation du dollar canadien (Graphique 16).

Graphique 15

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

Graphique 16

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

La croissance économique mondiale sera probablement faible dans le proche avenir, mais les risques sont mieux équilibrés.

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'octobre et dans la *Mise à jour* de janvier. Comme l'incertitude économique demeure un facteur important, la croissance de l'activité à l'échelle mondiale restera probablement faible dans le proche avenir. Mais, grâce à l'atténuation des inquiétudes d'ordre géopolitique, au recul sensible des prix du pétrole et à l'amélioration des conditions financières, les risques auxquels fait face l'économie mondiale sont mieux équilibrés. Pour ce qui est de l'avenir, la Banque estime donc que la croissance se raffermira, en particulier chez nos voisins du sud.

Aux États-Unis, le rythme d'expansion du PIB s'intensifiera pour atteindre à peu près 4 % en 2004.

Elle prévoit maintenant que l'économie des États-Unis progressera moins rapidement que la production potentielle de ce pays durant les trois premiers trimestres de 2003. À mesure que la confiance se rétablira, toutefois, l'orientation expansionniste imprimée à la politique monétaire, conjuguée aux baisses d'impôt et à l'augmentation des dépenses au titre de la défense, devrait favoriser une expansion de l'activité supérieure au taux de croissance potentiel de l'économie vers la fin de l'année et tout au long de 2004. On s'attend à ce que les dépenses des ménages et les investissements des entreprises en biens d'équipement s'accentuent au cours de la période considérée. L'avance du PIB réel devrait ainsi s'établir aux environs de 2 1/2 % en moyenne pour l'ensemble de 2003, soit moins que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'octobre et dans la dernière *Mise à jour*. Cependant, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'intensifiera pour atteindre à peu près 4 % en 2004.

Une pareille accélération de la croissance est moins probable dans les autres pays industrialisés, où l'avance de la demande intérieure donne des signes persistants de faiblesse. Dans les pays de la zone euro, l'activité devrait croître d'environ 1 % en moyenne annuelle pour 2003 (soit un taux inférieur à nos prévisions d'octobre), puis monter aux alentours de 2 1/4 % en 2004. Au Japon, les difficultés structurelles continueront de peser sur la croissance pendant un certain temps encore, de sorte que l'économie de ce pays progressera à un rythme d'à peine 1/2 % en 2003 et de près de 1 % l'année suivante.

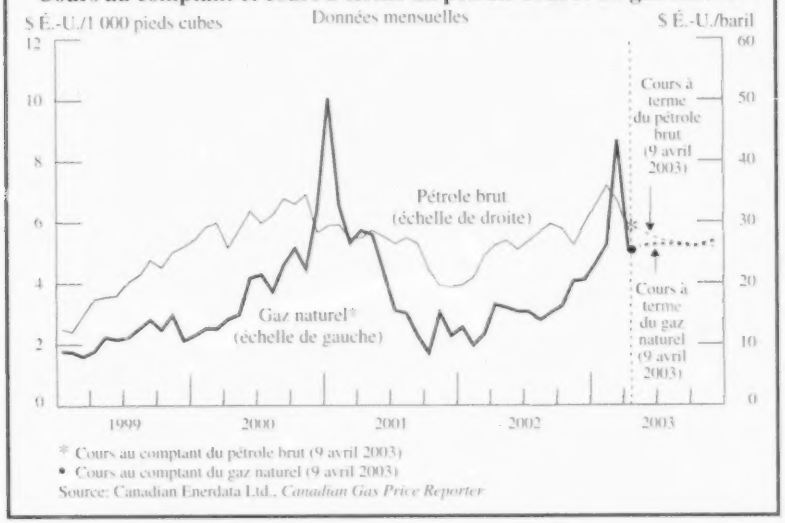
Du fait de l'essoufflement de la demande à l'échelle mondiale, les perspectives de croissance se sont dégradées dans plusieurs économies de marché émergentes. L'expansion économique devrait demeurer vive en Asie par comparaison, même si la pro-

pagation possible du syndrome de détresse respiratoire aiguë accroît l'incertitude entourant cette projection. En Amérique latine, l'avenir reste peu encourageant.

Sous l'effet de la reprise attendue de l'économie mondiale, les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter durant 2004. Les cours du pétrole brut ayant considérablement fléchi depuis la mi-mars, la Banque suppose, dans son scénario de référence, que le prix du brut West Texas Intermediate se situera en moyenne à quelque 28 $ É.-U. le baril au second trimestre de 2003 et qu'il se repliera par la suite. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient demeurer proches des niveaux élevés qu'ils affichent présentement d'ici à la fin de 2003. Ces prévisions sont généralement conformes aux attentes actuelles du marché (Graphique 17).

Graphique 17

Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel



* Cours au comptant du pétrole brut (9 avril 2003)
• Cours au comptant du gaz naturel (9 avril 2003)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

La demande et l'offre globales au Canada

Même si les indicateurs laissent présager une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada.

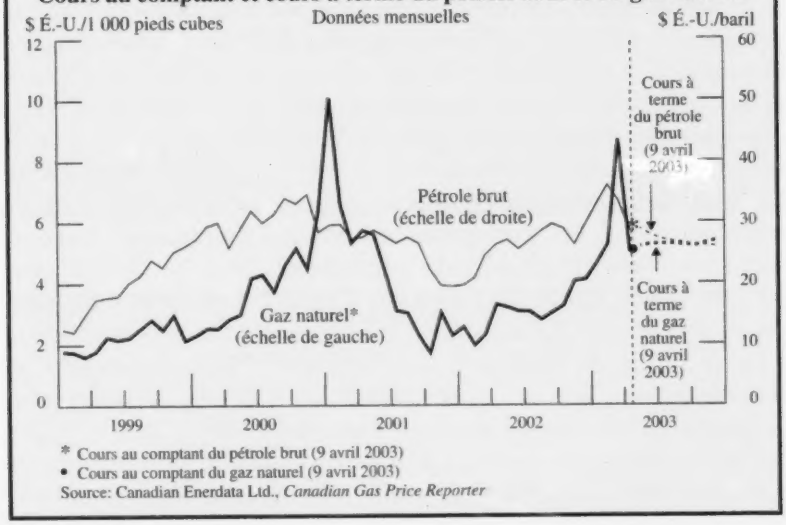
Tandis que les indicateurs annoncent une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada, l'emploi enregistrant de nouveaux gains. Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure et de la reprise de l'activité attendue aux États-Unis vers la fin de 2003, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et maintenir le niveau de production près des limites de la capacité.

pagation possible du syndrome de détresse respiratoire aiguë accroît l'incertitude entourant cette projection. En Amérique latine, l'avenir reste peu encourageant.

Sous l'effet de la reprise attendue de l'économie mondiale, les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter durant 2004. Les cours du pétrole brut ayant considérablement fléchi depuis la mi-mars, la Banque suppose, dans son scénario de référence, que le prix du brut West Texas Intermediate se situera en moyenne à quelque 28 $ É.-U. le baril au second trimestre de 2003 et qu'il se repliera par la suite. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient demeurer proches des niveaux élevés qu'ils affichent présentement d'ici à la fin de 2003. Ces prévisions sont généralement conformes aux attentes actuelles du marché (Graphique 17).

Graphique 17

Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel



* Cours au comptant du pétrole brut (9 avril 2003)
• Cours au comptant du gaz naturel (9 avril 2003)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

La demande et l'offre globales au Canada

Même si les indicateurs laissent présager une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada.

Tandis que les indicateurs annoncent une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada, l'emploi enregistrant de nouveaux gains. Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure et de la reprise de l'activité attendue aux États-Unis vers la fin de 2003, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et maintenir le niveau de production près des limites de la capacité.

On prévoit maintenant que l'économie canadienne progressera à un rythme de près de 2 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2003. Le récent climat d'incertitude a incité de nombreuses entreprises à reporter leurs investissements en capital, décision dont les effets se feront sentir au cours des prochains mois. De plus, le rythme d'accumulation des stocks ralentira vraisemblablement, étant donné qu'une partie de l'accumulation observée dernièrement semble avoir été involontaire. La progression de la dépense des ménages devrait également décélérer par rapport au rythme vigoureux enregistré en 2002. Bien que modeste, la croissance continue que devrait connaître l'économie des États-Unis au cours des trois premiers trimestres de 2003 aidera certes à soutenir la demande d'exportations, mais cet effet sera tempéré par le redressement du dollar canadien. Par ailleurs, les dépenses en biens et services de tous les ordres de gouvernement devraient afficher une vive augmentation durant cette période.

L'accroissement de la demande globale au Canada devrait s'accentuer considérablement vers la fin de 2003 et tout au long de 2004, et on pense que la reprise attendue de l'économie américaine stimulera les exportations canadiennes. Sous l'impulsion du regain de confiance postulé et d'une nouvelle amélioration des conditions financières, les dépenses d'investissement devraient aussi redémarrer. En outre, il est probable que les activités de forage classique de pétrole et de gaz naturel s'intensifieront fortement en 2003, à la faveur des cours élevés du pétrole brut et du gaz naturel (Encadré 2). La dépense des ménages devrait également connaître une hausse solide, même si le rythme d'accroissement sera ralenti quelque peu par la réduction de la détente monétaire en place.

Le taux de croissance moyen de l'activité devrait avoisiner 2 1/2 % en 2003...

On s'attend à ce que le taux d'expansion de l'économie se situe autour de 2 1/2 % en moyenne en 2003. Ce chiffre est moins élevé que celui qu'on avançait dans la *Mise à jour* de janvier et que la moyenne des prévisions du secteur privé. Il est aussi en deçà des projections présentées dans le *Rapport* d'octobre, du fait surtout de la dégradation des perspectives de croissance aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer pour 2003.

... et dépasser légèrement celui de la production potentielle durant 2004.

Au cours de 2004, grâce au raffermissement de la demande, l'économie du Canada devrait croître à un rythme légèrement supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %. Pour ce qui est du niveau de l'activité économique, ce scénario implique que la faible marge de capacités inutilisées qui est susceptible d'apparaître au cours des deux ou trois premiers trimestres de 2003 se sera en grande partie résorbée avant la fin de l'année suivante. La croissance s'établirait ainsi à environ 3 % en moyenne

Encadré 2

Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique

Les fortes variations des prix de l'énergie influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). Elles entraînent d'abord une redistribution du revenu réel entre les pays qui importent de l'énergie (tels que les États-Unis) et ceux qui en exportent (comme le Canada). Avec l'essor marqué de notre excédent commercial net au titre des produits énergétiques par rapport au PIB, notre économie est devenue plus vulnérable depuis le début des années 1980 aux hausses et aux baisses du revenu réel dues aux fluctuations des cours de ces produits (on parle en ce cas d'un « effet de revenu réel » ou d'un « effet des termes de l'échange »). En outre, si les producteurs d'énergie croient que les prix resteront à ce niveau élevé, ils seront davantage enclins à accroître leurs investissements. Le renchérissement de l'énergie élève aussi les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et réduit le revenu réel des ménages, tout en donnant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs d'énergie. Tout compte fait, l'effet à court terme de cette redistribution sur le niveau global d'activité économique pourrait bien être négatif si les producteurs d'énergie augmentent leurs investissements plus graduellement que les autres entreprises et les ménages ne réduisent leurs dépenses. Comme la plupart des principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets d'énergie, on pourrait s'attendre à ce qu'une progression sensible des cours de l'énergie cause un recul des exportations canadiennes vers ces pays (c'est ce que l'on appelle l'« effet de demande extérieure »). Enfin, une montée importante et durable des prix de l'énergie pourrait accroître l'incertitude de façon appréciable, surtout si cette hausse ne reflète pas simplement un retour de balancier après une période de repli des prix. Les entreprises et les ménages pourraient être préoccupés par les coûts d'exploitation à long terme du matériel énergivore et par les perspectives économiques d'ensemble à court terme et ainsi être tentés de remettre à plus tard certains investissements ou l'achat d'articles coûteux.

Les vives augmentations des cours mondiaux de l'énergie ont eu tendance à freiner le rythme d'expansion de l'économie mondiale, surtout depuis les années 1970. Toutefois, l'incidence des récentes hausses devrait être plus faible que celle qu'avaient eue les chocs pétroliers des années 1970 et du début de la décennie suivante, principalement du fait que l'intensité de la consommation d'énergie dans les économies industrielles a nettement diminué depuis.

Si les cours du pétrole brut West Texas Intermediate demeurent voisins de 28 $ É.-U. le baril d'ici la fin de 2003, ils dépasseront de quelque 7 % (2 $ É.-U.) leur niveau moyen de 2002. De même, si ceux du gaz naturel se stabilisent aux alentours de 5 $ É.-U. le millier de pieds cubes durant le reste de l'année, ils excéderont de presque 65 % leur niveau de 2002. De telles hausses de prix se solderaient par un accroissement d'un peu plus de 1 % du revenu réel du Canada. D'après les estimations du FMI et de l'OCDE, ce même scénario impliquerait aussi une réduction d'environ 0,1 % du PIB réel américain au bout d'un an. L'incidence nette de ces deux effets de revenu réel et de demande extérieure sur le PIB réel du Canada pourrait n'être qu'une très faible augmentation d'à peu près 0,3 %[1], encore que cette estimation soit entourée d'une large marge d'incertitude.

1. Pour en savoir davantage sur l'évaluation de l'incidence d'une modification des cours de l'énergie sur le PIB réel du Canada, voir Stuber (2001). L'estimation présentée ci-dessus ne tient pas compte de l'effet à court terme d'une accentuation de l'incertitude sur l'activité économique.

Encadré 2

Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique

Les fortes variations des prix de l'énergie influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). Elles entraînent d'abord une redistribution du revenu réel entre les pays qui importent de l'énergie (tels que les États-Unis) et ceux qui en exportent (comme le Canada). Avec l'essor marqué de notre excédent commercial net au titre des produits énergétiques par rapport au PIB, notre économie est devenue plus vulnérable depuis le début des années 1980 aux hausses et aux baisses du revenu réel dues aux fluctuations des cours de ces produits (on parle en ce cas d'un « effet de revenu réel » ou d'un « effet des termes de l'échange »). En outre, si les producteurs d'énergie croient que les prix resteront à ce niveau élevé, ils seront davantage enclins à accroître leurs investissements. Le renchérissement de l'énergie élève aussi les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et réduit le revenu réel des ménages, tout en donnant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs d'énergie. Tout compte fait, l'effet à court terme de cette redistribution sur le niveau global d'activité économique pourrait bien être négatif si les producteurs d'énergie augmentent leurs investissements plus graduellement que les autres entreprises et les ménages ne réduisent leurs dépenses. Comme la plupart des principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets d'énergie, on pourrait s'attendre à ce qu'une progression sensible des cours de l'énergie cause un recul des exportations canadiennes vers ces pays (c'est ce que l'on appelle l'« effet de demande extérieure »). Enfin, une montée importante et durable des prix de l'énergie pourrait accroître l'incertitude de façon appréciable, surtout si cette hausse ne reflète pas simplement un retour de balancier après une période de repli des prix. Les entreprises et les ménages pourraient être préoccupés par les coûts d'exploitation à long terme du matériel énergivore et par les perspectives économiques d'ensemble à court terme et ainsi être tentés de remettre à plus tard certains investissements ou l'achat d'articles coûteux.

Les vives augmentations des cours mondiaux de l'énergie ont eu tendance à freiner le rythme d'expansion de l'économie mondiale, surtout depuis les années 1970. Toutefois, l'incidence des récentes hausses devrait être plus faible que celle qu'avaient eue les chocs pétroliers des années 1970 et du début de la décennie suivante, principalement du fait que l'intensité de la consommation d'énergie dans les économies industrielles a nettement diminué depuis.

Si les cours du pétrole brut West Texas Intermediate demeurent voisins de 28 $ É.-U. le baril d'ici la fin de 2003, ils dépasseront de quelque 7 % (2 $ É.-U.) leur niveau moyen de 2002. De même, si ceux du gaz naturel se stabilisent aux alentours de 5 $ É.-U. le millier de pieds cubes durant le reste de l'année, ils excéderont de presque 65 % leur niveau de 2002. De telles hausses de prix se solderaient par un accroissement d'un peu plus de 1 % du revenu réel du Canada. D'après les estimations du FMI et de l'OCDE, ce même scénario impliquerait aussi une réduction d'environ 0,1 % du PIB réel américain au bout d'un an. L'incidence nette de ces deux effets de revenu réel et de demande extérieure sur le PIB réel du Canada pourrait n'être qu'une très faible augmentation d'à peu près 0,3 %[1], encore que cette estimation soit entourée d'une large marge d'incertitude.

1. Pour en savoir davantage sur l'évaluation de l'incidence d'une modification des cours de l'énergie sur le PIB réel du Canada, voir Stuber (2001). L'estimation présentée ci-dessus ne tient pas compte de l'effet à court terme d'une accentuation de l'incertitude sur l'activité économique.

annuelle, soit en deçà du taux moyen ressortant des plus récentes prévisions du secteur privé.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les mesures des attentes d'inflation à court terme affichent une certaine hausse.

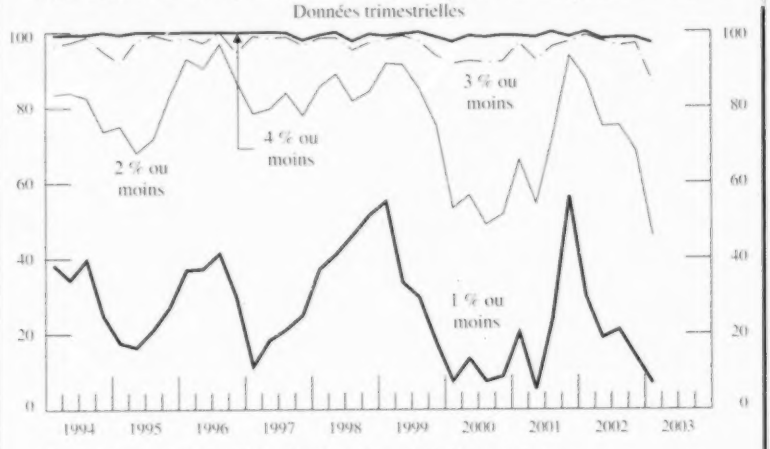
Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés au printemps révèlent que 53 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de plus de 2 %. Seulement 25 % des répondants étaient de cet avis l'automne dernier (Graphique 18). Selon l'enquête réalisée par les bureaux régionaux de la Banque auprès des entreprises, 83 % des firmes consultées (contre 66 % en septembre dernier) estiment que l'inflation dépassera, au cours des deux prochaines années, la cible de 2 % visée par la Banque. Par ailleurs, le taux d'augmentation de l'IPC global escompté en 2003 selon la moyenne des prévisions du secteur privé s'établit à 3 %, alors qu'il était de 2,4 % en octobre dernier. Les attentes relatives à l'inflation à court terme ont manifestement subi l'influence des relèvements récents des prix à la consommation de l'énergie.

Malgré la hausse de ces attentes, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé se situe toujours aux environs de 2 % pour 2004. Les taux d'inflation prévus à plus long terme restent également très voisins de 2 %. Par contre, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel s'est élargi progressivement pour atteindre presque 2,5 points de pourcentage (Graphique 19). Des facteurs techniques et les considérations liées à la liquidité rendent toutefois cet écart difficile à interpréter.

Graphique 18

Ventilation en % des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

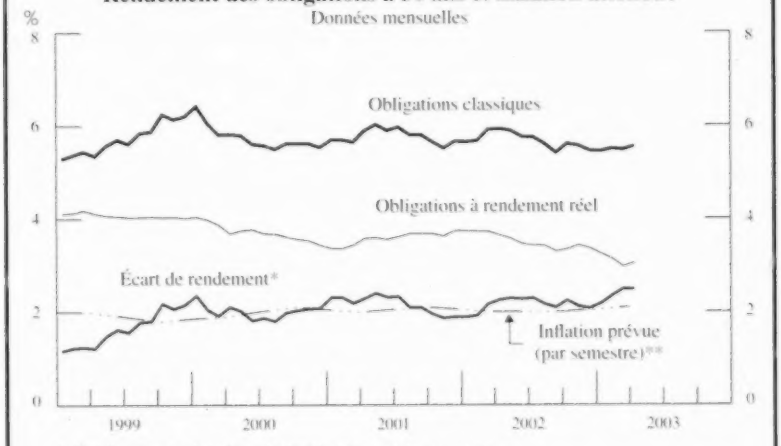


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Graphique 19

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



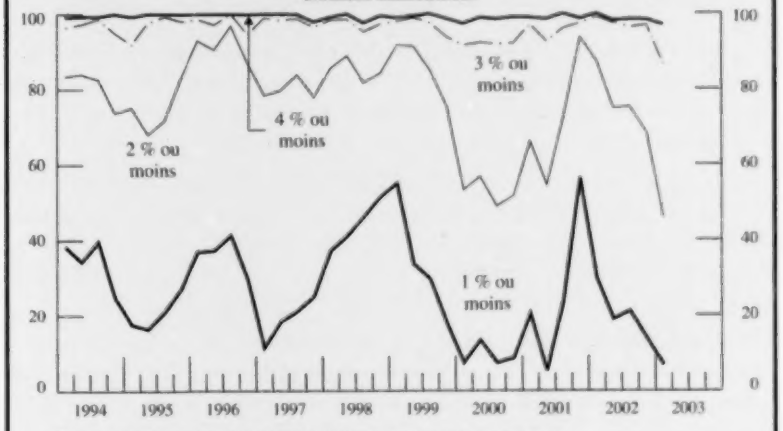
* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Taux d'augmentation de l'IPC prévu de 6 à 10 ans à l'avance. Source : Consensus Economics Inc.

Graphique 18

Ventilation en % des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

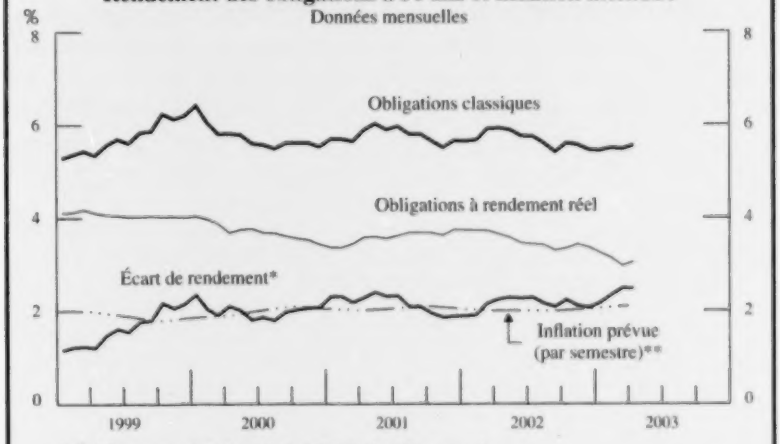


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

Graphique 19

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Taux d'augmentation de l'IPC prévu de 6 à 10 ans à l'avance. Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Un certain nombre de facteurs ponctuels continueront à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence à un niveau élevé dans un proche avenir.

Il est probable que les facteurs ponctuels qui ont fait grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence aux environs de 3 % dernièrement continueront à maintenir celle-ci à un niveau élevé dans un proche avenir. On s'attend toutefois à ce que l'effet combiné de ces facteurs se soit en grande partie résorbé d'ici le début de 2004.

L'incidence des augmentations récentes des primes d'assurance sur le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se faire sentir jusqu'au milieu de 2003, puis s'estomper progressivement jusqu'au début de 2004. La sécheresse qui a sévi l'an dernier dans l'Ouest canadien et ailleurs devrait donner lieu à de nouvelles pressions à la hausse sur les prix de certaines composantes alimentaires de cet indice durant la majeure partie de 2003.

Il se pourrait que le dernier relèvement substantiel des coûts de l'énergie se répercute sur les prix d'autres biens et services. Cependant, si l'on en croit l'expérience récente, l'ampleur de ces retombées sera probablement assez petite.

De même, l'effet de l'appréciation récente du dollar canadien sur l'inflation mesurée par l'indice de référence sera sans doute faible, les mouvements du taux de change ayant eu une incidence limitée sur cet indice au cours des dix dernières années. Les répercussions de cette appréciation sur la hausse de l'IPC global seront un peu plus prononcées que sur celle de l'indice de référence, puisque le panier de biens et services qui compose ces indices diffère de l'un à l'autre.

Les augmentations salariales devraient s'accentuer quelque peu durant 2004.

Les augmentations salariales devraient s'accentuer quelque peu en 2004. Par exemple, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent que celles-ci sont plus nombreuses à croire que les hausses salariales gagneront, plutôt que perdront, en importance pendant les douze prochains mois. On s'attend à ce que la croissance de la productivité du travail s'établisse à près de 2 % au cours des deux prochaines années et à ce que le taux de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre remonte vers les 2 % durant l'année 2004.

L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

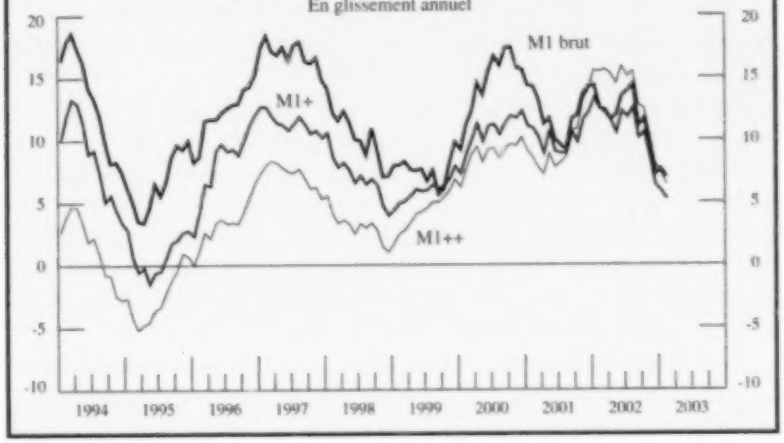
Durant la majeure partie du second semestre de 2002 et au début de 2003, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, soit M1 brut, M1+ et M1++, a décéléré par rapport à la cadence très rapide affichée antérieurement (Graphique 20). Les entreprises et les ménages semblent avoir stoppé l'accumulation d'encaisses de précaution réalisée précédemment face au recul

marqué des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et aux inquiétudes géopolitiques croissantes. Néanmoins, des encaisses importantes continuent d'être détenues par les entreprises et les ménages.

Graphique 20

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

En glissement annuel

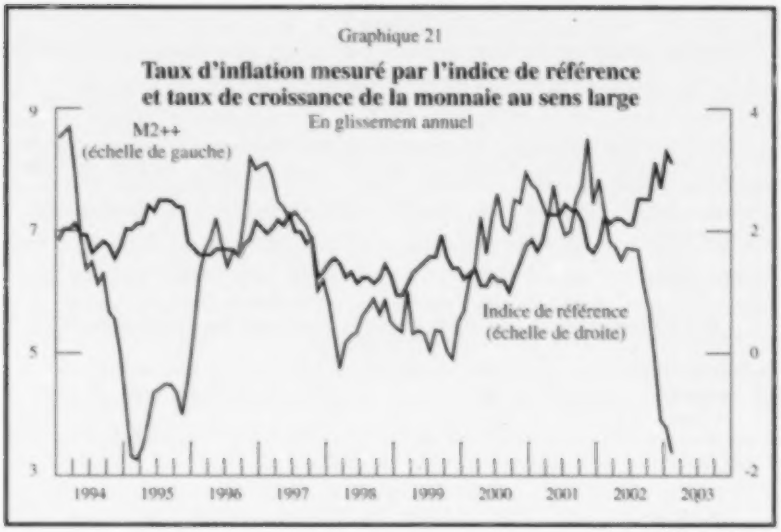


Ces derniers ont fortement remanié leurs portefeuilles au cours des derniers mois. Ainsi, les fonds communs d'actions enregistrent des sorties de capitaux depuis juin 2002, en partie du fait que les ménages les ont délaissés au profit des dépôts à terme fixe et des fonds à revenu fixe. Mais les actifs réels ont aussi gagné en faveur, comme en témoigne la vigueur du marché du logement observée au cours de la dernière année. Le ralentissement de l'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et d'un certain nombre de composantes de M2++ a contribué à une décélération marquée de la progression de M2++ (Graphique 21).

Le vif tassement du rythme d'expansion des agrégats monétaires, ces derniers mois, ne fait pas peser de risque important sur les perspectives en matière d'inflation. La croissance de la monnaie au sens étroit reste supérieure au niveau compatible avec un taux d'inflation de 2 %, et le volume des encaisses de précaution détenues par les ménages demeure exceptionnellement élevé. Ainsi, la poursuite d'une lente expansion monétaire concorderait avec le retour de l'inflation vers la cible de 2 %.

Graphique 21

Taux d'inflation mesuré par l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large



Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'au milieu de 2003, principalement en raison de la persistance des facteurs ponctuels décrits précédemment. Toutefois, l'incidence combinée de ces derniers devrait décroître de façon sensible par la suite et s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004.

Même si on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne autour de 3 % jusqu'au milieu de 2003 sous l'effet de certains facteurs ponctuels...

Puisque, d'une part, l'écart entre l'offre et la demande devrait exercer une légère pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période considérée, et que, d'autre part, l'effet des facteurs ponctuels devrait s'atténuer à partir du milieu de cette année, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à environ 2 1/2 % au second semestre et avoisine les 2 % dès le début de 2004, niveau autour duquel elle devrait demeurer pendant le reste de l'année (Tableau 1)[5].

... celle-ci devrait redescendre à 2 % au début de 2004 et demeurer à ce niveau jusqu'à la fin de l'année.

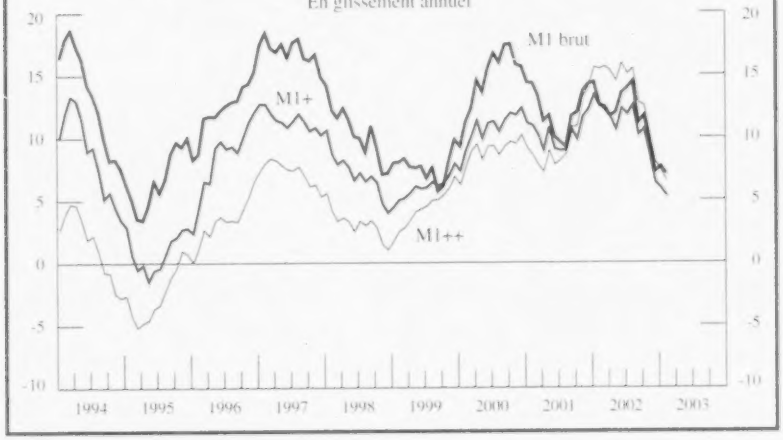
5. On s'attend à ce que les premiers remboursements sur les factures d'électricité accordés en Ontario en décembre 2002 se traduisent, douze mois plus tard, par une hausse passagère du taux d'accroissement de l'indice de référence et de celui de l'IPC global.

marqué des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et aux inquiétudes géopolitiques croissantes. Néanmoins, des encaisses importantes continuent d'être détenues par les entreprises et les ménages.

Graphique 20

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

En glissement annuel



Ces derniers ont fortement remanié leurs portefeuilles au cours des derniers mois. Ainsi, les fonds communs d'actions enregistrent des sorties de capitaux depuis juin 2002, en partie du fait que les ménages les ont délaissés au profit des dépôts à terme fixe et des fonds à revenu fixe. Mais les actifs réels ont aussi gagné en faveur, comme en témoigne la vigueur du marché du logement observée au cours de la dernière année. Le ralentissement de l'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et d'un certain nombre de composantes de M2++ a contribué à une décélération marquée de la progression de M2++ (Graphique 21).

Le vif tassement du rythme d'expansion des agrégats monétaires, ces derniers mois, ne fait pas peser de risque important sur les perspectives en matière d'inflation. La croissance de la monnaie au sens étroit reste supérieure au niveau compatible avec un taux d'inflation de 2 %, et le volume des encaisses de précaution détenues par les ménages demeure exceptionnellement élevé. Ainsi, la poursuite d'une lente expansion monétaire concorderait avec le retour de l'inflation vers la cible de 2 %.

Graphique 21

Taux d'inflation mesuré par l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'au milieu de 2003, principalement en raison de la persistance des facteurs ponctuels décrits précédemment. Toutefois, l'incidence combinée de ces derniers devrait décroître de façon sensible par la suite et s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004.

Même si on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne autour de 3 % jusqu'au milieu de 2003 sous l'effet de certains facteurs ponctuels...

Puisque, d'une part, l'écart entre l'offre et la demande devrait exercer une légère pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période considérée, et que, d'autre part, l'effet des facteurs ponctuels devrait s'atténuer à partir du milieu de cette année, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à environ 2 1/2 % au second semestre et avoisine les 2 % dès le début de 2004, niveau autour duquel elle devrait demeurer pendant le reste de l'année (Tableau 1)[5].

... celle-ci devrait redescendre à 2 % au début de 2004 et demeurer à ce niveau jusqu'à la fin de l'année.

5. On s'attend à ce que les premiers remboursements sur les factures d'électricité accordés en Ontario en décembre 2002 se traduisent, douze mois plus tard, par une hausse passagère du taux d'accroissement de l'indice de référence et de celui de l'IPC global.

Tableau 1
Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres

	2003				2004		
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.
Indice de référence	3,1	2,9	2,5	2,4	2,0	2,0	2,0
IPC global	4,5	3,7	2,8	2,4	1,2	1,5	1,8
Hypothèses relatives aux cours du pétrole brut (West Texas Intermediate) (en $ É.-U. le baril)							
Scénario de base	34	28	27	25	25	25	25

L'évolution du taux d'accroissement de l'IPC global dépend dans une large mesure de celle des cours du pétrole brut.

L'évolution sur douze mois du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure des cours du pétrole brut (Graphique 17). Si ces derniers devaient se situer en moyenne aux alentours de 28 $ É.-U. le baril dans les prochains mois, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à 3 3/4 % approximativement au second trimestre. S'ils devaient s'établir ensuite aux environs de 25 $ É.-U. le baril, ce qui est conforme en gros aux prix des contrats à terme, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber provisoirement en deçà de celui de l'indice de référence au premier semestre de 2004, puis se stabiliser à un niveau proche de celui-ci.

5. Conclusions

Depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire*, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence ont été de beaucoup supérieures à la cible de 2 % que poursuit la Banque. Si les taux d'inflation élevés tiennent en grande partie à des facteurs ponctuels, notamment la montée des primes d'assurance, et au renchérissement de certains intrants clés, les pressions que la demande intérieure a exercées sur les prix y ont aussi fortement contribué. La robustesse de cette dernière a en effet permis à l'économie de notre pays de continuer à tourner près des limites de sa capacité malgré l'affaiblissement de la demande extérieure de produits canadiens. Dans ce contexte, les attentes d'inflation se sont aussi accentuées.

Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la force sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base à chacune de ses deux dernières dates d'annonce préétablies, portant ainsi ce dernier à 3,25 %.

La grande incertitude économique, financière et géopolitique observée à l'échelle de la planète a été un autre trait dominant des six mois qui viennent de s'écouler. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont dissipées en partie ces derniers temps, et la Banque prévoit qu'elles s'estomperont davantage. Le climat économique mondial demeure toutefois considérablement incertain, en particulier à court terme.

Dans l'ensemble, les risques auxquels fait face l'économie mondiale semblent mieux équilibrés maintenant que ce n'était le cas l'automne dernier; en outre, la confiance des consommateurs et des entreprises devrait s'être sensiblement redressée d'ici la fin de l'année. Par conséquent, même si l'incertitude planant sur l'économie mondiale continuera vraisemblablement de limiter la croissance dans le proche avenir, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, particulièrement en Amérique du Nord.

Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure au Canada et du raffermissement que devrait connaître la demande extérieure de produits canadiens à mesure que l'incertitude se dissipera et que la confiance se rétablira, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité. Le moment et l'ampleur des nouveaux relèvements du taux directeur dépendront de la robustesse de la demande intérieure, de l'évolution des attentes d'inflation ainsi que du rythme de l'expansion économique aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Conference Board du Canada (2003). *Indice de confiance des entreprises* (printemps).

Consensus Economics Inc. (2003). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Stuber, G. (2001). « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-16.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
site Web : http:// www.banqueducanada.ca